

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LES
VALEURS MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES
SUR
LE MARCHÉ FRANÇAIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE

Le lundi 28 avril 1913, à 1 heure 1/2

PAR

Michel ARBOUX

Avocat à la Cour d'appel

Président : M. HITIER, professeur.

Suffragants { *MM. TRUCHY, professeur.*
GEOUFFRE DE LAPRADELLE, professeur.

LIBRAIRIE

DE LA SOCIÉTÉ DU

RECUEIL SIREY

22, rue Soufflot, PARIS-5^e

L. LAROSE & L. TENIN, Directeurs

—
1913

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les
thèses ; ces opinions doivent être considérées
comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LES

VALEURS MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES

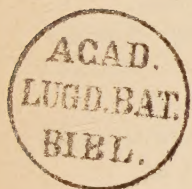
SUR

LE MARCHÉ FRANÇAIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE

Le lundi 28 avril 1913, à 1 heure 1/2



PAR

Michel ARBOUX

Avocat à la Cour d'appel

Président : M. HITIER, professeur.

Suffragants { *MM. TRUCHY, professeur.*
GEOUFFRE DE LAPRADELLE, professeur

LIBRAIRIE

DE LA SOCIÉTÉ DU

RECUEIL SIREY

22, rue Soufflot, PARIS-5°

L. LAROSE & L. TENIN, Directeurs

1913

BIBLIOGRAPHIE

Documents

- Annuaire des agents de change.
- Annales des Syndicats de banquiers à terme et au comptant (Cote Desfossés).
- Annuaire statistique de la France.
- Annuaire de l'Association nationale des porteurs français de valeurs étrangères.
- Rapports généraux sur les budgets (notamment celui de M. Klotz pour l'année 1911).

Journaux et Périodiques

- Bulletin de Statistique et de Législation comparées.
- Economiste français.
- Economiste européen.
- The Economist.
- Deutsche Oekonomist.
- L'Information.
- Le Rentier.
- Cote de la Bourse (Cote Vidal).
- Journal des Economistes.
- Revue d'Economie politique.
- Revue politique et parlementaire.
- Revue économique internationale.

Traités généraux

- CAUWÈS. — Traité d'Economie politique.
PAUL LEROY-BEAULIEU. — Traité d'Economie politique.
— Traité de la science des finances.
COLSON. — Cours d'Economie politique.
LYON-CAEN ET RENAULT. — Traité de droit commercial.
HOUPIN. — Traité des Sociétés.
ARNAUNÉ. — La Monnaie, le Crédit et le Change.
COURCELLE-SENEUIL. — Traité des opérations de Bourse.

Ouvrages particuliers

La question, dans son ensemble, a été étudiée dans :

GUILLAUME. — L'épargne française et les valeurs mobilières étrangères. (L'auteur se place surtout au point de vue de la protection de l'épargne nationale.)

BRION. — L'exode des capitaux français à l'étranger.

Sur les questions particulières abordées dans notre étude consulter :

Sur la statistique des valeurs mobilières. — Les rapports de M. Alfred Neymarck aux sessions de l'*Institut international de statistique*, et de nombreuses discussions de la *Société de statistique de Paris* (v. le journal de cette Société).

Sur les fonctions économiques des valeurs étrangères, l'émigration des capitaux et la situation du marché français, la protection de l'Epargne.

A. RAFFALOVICH. — Le marché financier (publication annuelle).

A. NEYMARCK. — Finances contemporaines.

R. G. LEVY AUPETIT, etc. — Les grands marchés financiers.

BLONDEL. — La France et le marché du monde.

P. LEROY-BEAULIEU. — L'art de placer et de gérer sa fortune.

J. HARISTOY. — Le marché financier français.

H. GANS. — L'intervention gouvernementale et l'accès du marché financier français (Rev. Politique et Parlementaire (10 février 1909).

Sur la législation des valeurs étrangères et les impôts.

a) Sur l'admission des valeurs :

DALLOZ. — Manuel des valeurs mobilières.

AUBRIL. — L'admission des valeurs étrangères à la cote.

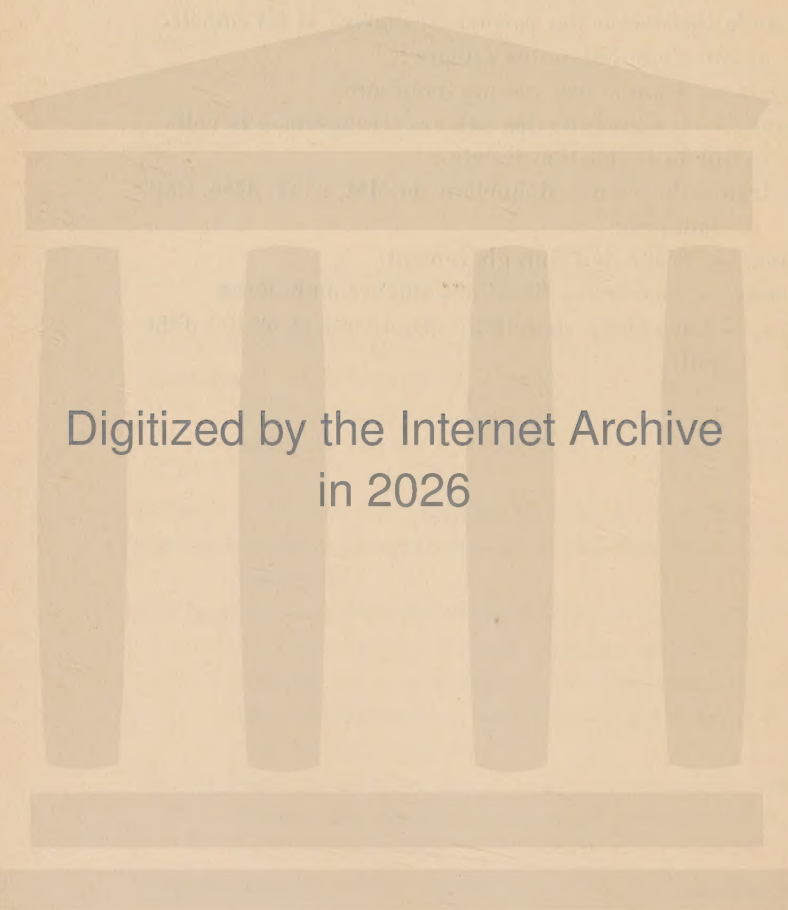
b) Sur la législation fiscale :

Les traités de science financière de MM. Allix, Jèze, Cail-
laux, et :

WAHL. — Traité de l'Enregistrement.

TRUCHY. — Le régime fiscal des valeurs mobilières.

JOBIT. — Les valeurs mobilières étrangères et les lois d'im-
pôt.



Digitized by the Internet Archive
in 2026

LES
VALEURS MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES
SUR
LE MARCHÉ FRANÇAIS

INTRODUCTION

**La question des placements
en valeurs étrangères**

Une opinion relativement répandue voudrait que la France fut dans une ère de dépérissement national. Frappés de l'essor économique de plusieurs autres nations, des pessimistes accusent le pays d'inertie et leurs plaintes exagérées risquent de le démoraliser sans aucun profit.

Les étrangers, au contraire, ont pour notre prospérité une considération qui va quelquefois jusqu'à l'envie. Ils répètent avec nous que nous nous laissons aller à une coupable indifférence. Mais en toutes circonstances ils recherchent notre concours et reconnaissent l'importance de notre participation à la prospérité générale.

Il y a donc en France une source d'énergie secrète,

une force économique méconnue des Français eux-mêmes.

Or il ne faut chercher cette force, suffisante à elle seule au maintien de notre prestige, ni dans une agriculture qui pourvoit tout juste aux besoins intérieurs, ni dans une industrie qui s'évertue contre une concurrence épuisante, ni dans un commerce dont le développement suit à peine les progrès de l'activité nationale.

La véritable source de toute notre influence, c'est la richesse du pays. L'autorité que la France exerce en tous lieux est, avant tout, celle de ses capitaux. La valeur de ce patrimoine n'a été connue du public qu'à une époque toute récente. Auparavant les fruits de l'épargne, laissés à eux-mêmes, s'étaient donné des emplois variés et l'attention générale n'avait pas été spécialement attirée sur eux. Mais cette distribution des capitaux français ne s'en était pas moins poursuivie pendant tout le xix^e siècle, au fur et à mesure du développement des valeurs mobilières. Tant qu'un jour on s'aperçut que l'argent français commanditait toute espèce d'entreprises sur les différents points du globe. Les gouvernements étrangers, amenés par les exigences des budgets modernes à recourir à d'innombrables emprunts, avaient pris l'habitude de placer ceux-ci sur notre marché. Un grand nombre de pays se donnaient avec notre argent les perfectionnements économiques nécessaires à la vie moderne. L'expression de « banquier du monde » finit par s'imposer à tous ceux qui surent interpréter la

situation internationale acquise à nos capitaux, à la fin du XIX^e siècle.

Ainsi la France jouit, grâce à son argent, d'un prestige universel. Elle garde et augmente l'autorité morale et les positions matérielles que sa population et son commerce d'exportation ne pourraient lui conserver à l'étranger. En un mot sa vitalité que l'on dit ralentie à d'autres points de vue est au contraire toute florissante dans cette sorte de production qui par son universalité les vaut toutes.

C'est ce dont on a mis longtemps à s'apercevoir en France. Mais du jour où le rôle des capitaux a été mis en lumière, tout le monde a voulu les diriger, les conseiller et les conduire, faire leur bonheur malgré eux et assurer par-dessus le marché le bien du pays.

Ces capitaux dont le malheur est de n'avoir pas une direction unique étant à tout le monde se sont trouvés toute espèce de tuteurs et de protecteurs so-disant désintéressés. Eux qui ne demandaient qu'à ignorer les luttes politiques et à chercher dans le silence les placements qui leur conviendraient se sont vus mis de force sous la sauvegarde des partis politiques en sorte qu'ils ne savent plus bien que penser de ces protections embarrassantes et qu'ils préféreraient, semble-t-il, revenir à leurs libres errements.

Tantôt il importe de souscrire un emprunt pour appuyer la politique étrangère, tantôt il faut faire pression sur un pays pour obtenir l'entrée de nos vins à de meilleures conditions, tantôt enfin il est

nécessaire de détourner une commande d'armements militaires au profit de l'industrie française. Pour tous ces motifs, et pour bien d'autres, le Gouvernement se voit pressé d'intervenir par des défenseurs bénévoles de l'intérêt national et la conséquence de cette attitude, c'est qu'en ouvrant ou fermant la cote suivant l'interprétation donnée à chaque heure à l'intérêt national, l'État finit par donner aux particuliers des indications à peu près impératives dans la disposition de leur bien.

Sans doute les particuliers garderont toujours, en fin de compte la libre disposition de leurs deniers et l'on n'imagine même pas les moyens dont un gouvernement pourrait se servir pour atteindre cette ultime liberté, à une époque où l'organisation bancaire permet de gérer une fortune en Amérique ou en Russie avec tout autant d'aisance qu'à Paris.

Mais il a paru à craindre, dès à présent, que le Gouvernement n'ait atteint la mesure au delà de laquelle tout supplément d'intervention risquerait de lasser la patience des capitalistes et de nuire beaucoup au marché français.

Il a paru à beaucoup que les dispositions des pouvoirs publics tendaient à changer le régime des capitaux français et à substituer à la liberté commerciale dans laquelle ils vivaient jusqu'alors une sorte de protectionnisme intérieur qui ne semble pas convenir au développement des affaires financières.

La question est vivement débattue de part et d'autre et l'opinion s'y est largement intéressée depuis

qu'un grand nombre de publicistes ont signalé comme un danger national et presque comme une trahison les placements auxquels allait manifestement la préférence de l'épargne.

C'est à l'étude de cette question que nous consacrerons les développements de cet ouvrage. Mais il faut avant de s'y engager, bien définir les intérêts en présence afin d'être sûr de les envisager tous et de ne pas considérer, comme il arrive souvent, un aspect particulier du problème.

Dans le camp des interventionnistes, on trouve en premier lieu le principal intéressé, c'est-à-dire, l'État lui-même. L'État ne veut pas que les capitaux, en suivant leur inspiration, risquent de contrecarrer sa politique ou les efforts de sa diplomatie. Il désire que les capitaux se montrent patriotes et n'aillent pas donner le spectacle choquant d'entrer en relations avec les ennemis du pays. Il veut aussi tirer de grosses sommes des impôts qu'il a établis sur les valeurs mobilières. Il se sent encore chargé de la protection de tous les citoyens et veut, par sa prudence, leur épargner les erreurs et les pertes que leur ignorance pourrait les entraîner à subir. Enfin, il suit, dans la personne des gouvernements qui l'incarnent tour à tour, les fluctuations de l'opinion et principalement de l'opinion parlementaire, ce qui l'anime à l'heure présente, de velléités ultra-protectionnistes et de sentiments hostiles envers toutes les manifestations de l'activité étrangère.

Derrière l'État il y a une quantité d'intérêts privés

qui cherchent à le circonvenir et à lui faire adopter leurs points de vue. Ceux-ci se disent lésés par la liberté des capitaux et veulent les obliger à coopérer au relèvement de leurs propres affaires.

Tous ces intérêts sont compréhensibles, justifiés et si l'on veut inspirés de la conscience des intérêts supérieurs du pays. Mais leurs exigences entraînent des restrictions aux libertés individuelles dont la répétition finit par créer une véritable tutelle.

N'y a-t-il donc personne qui défende la liberté des placements ? Dans le camp des capitaux il y a l'épargne elle-même. Il est vrai que ce n'est pas une puissance négligeable, parce que l'épargne c'est tout ce qui produit, tout ce qui économise, tout ce qui crée plus qu'il ne consomme, tout ce qui a en définitive quelque bien à placer. Mais c'est par cela même qu'elle est la masse anonyme et impersonnelle qu'elle est condamnée à ne pouvoir se faire entendre.

L'épargne a cependant trouvé des défenseurs mais ces défenseurs sont aujourd'hui mal en cours. Ce sont les financiers, car ils ont seuls un intérêt personnel à l'ampleur et à la liberté du marché. Mais les financiers ont rarement l'oreille des démocraties. On les croit difficilement désintéressés et l'on doute qu'ils soient capables d'une conscience bien nette des intérêts généraux.

Ce n'est pas l'intérêt des financiers que nous épouserons dans nos conclusions. Cependant nous adopterons souvent leur point de vue parce qu'ils défen-

dent habituellement l'épargne contre les entraves dont elle est menacée.

Or nous avons dit que l'expansion de la France contemporaine était surtout le résultat de sa merveilleuse force de capitalisation. S'il en est ainsi, c'est au commerce des capitaux qu'une bonne politique économique doit porter tous ses efforts en tâchant de leur donner une suprématie incontestée. Cela ne veut pas dire que les autres branches de la production doivent être délaissées, mais ce qui fait notre force doit être sauvegardé avant tout.

En France, la grosse réserve d'énergie nationale et d'influence mondiale, c'est l'épargne. L'épargne s'alimente dans le travail mais elle se renouvelle et grandit par le revenu. Si l'on veut augmenter sa force et sa puissance, c'est à lui donner de fructueux placements qu'il faut s'appliquer.

PREMIÈRE PARTIE

STATISTIQUE

CONSIDÉRATIONS GÉNÉRALES SUR LES PLACEMENTS A L'ÉTRANGER

L'étude des placements étrangers comporte nécessairement la mise en œuvre d'un certain appareil statistique. Il faut connaître les quantités de titres sur lesquels ils portent et la proportion de ceux-ci dans les divers éléments de la fortune nationale avant de se prononcer pour ou contre l'extension de ce mode de placement.

Nous limiterons cependant cette recherche au minimum indispensable parce qu'elle ne constitue pas l'intérêt primordial de notre étude, et parce qu'on ne peut souvent s'en rapporter, en la matière, qu'aux travaux plus autorisés de certains spécialistes.

CHAPITRE PREMIER

Statistique générale des valeurs mobilières. Part de la France dans le stock universel. Va- leurs appartenant en propre aux capitalistes français.

Le dénombrement des valeurs existant sur les différents marchés internationaux offre de sérieuses difficultés.

A notre avis on ne peut espérer arriver, dans un travail de ce genre, qu'à des approximations. Mais cela n'est pas pour entraver le développement de notre sujet. L'évaluation des valeurs négociables soit dans le monde, soit sur les principaux marchés, celle des émissions annuelles, ne peuvent servir qu'à saisir au passage un phénomène insaisissable et perpétuellement changeant. Le chiffre exact des valeurs étrangères existant en France n'est pas positivement ce qui nous intéresse. Vrai ou faux, les seules opérations d'arbitrage en modifient la valeur d'une minute à l'autre.

Pour nous mettre à même de raisonner sur le régime des valeurs mobilières, il semble préférable de s'en tenir à des chiffres même partiels, pourvu qu'ils

offrent une base stable à l'étude des variations et des modifications qu'ils peuvent subir. Par exemple, nous prendrons souvent en considération les seules valeurs de la *Cote officielle*. Ce ne sont pas toutes les valeurs, mais elles offrent un chiffre précis et tout confirme qu'elles contiennent l'indice de toutes les particularités existant sur l'ensemble du marché.

Il ne faudrait pas songer, par exemple, à dire, à un moment donné, quelle est la somme des valeurs qui peuvent exister dans le monde entier. Mais, il est possible, avec beaucoup de patience, d'additionner le capital des valeurs mentionnées sur les Cotes officielles des différents pays. M. Alfred Neymarck s'est fait une spécialité des travaux de ce genre et il nous paraît naturel d'adopter les résultats de ses recherches tels qu'il les propose à chaque session de l'*Institut international de statistique*.

En ce qui concerne le stock universel de valeurs mobilières, le savant statisticien en établit le décompte pour 1911 à 815 milliards de francs, chiffre confirmé de différentes façons et mis à l'épreuve par dix années de recherches semblables.

Mais ces 815 milliards contiennent sans nul doute une infinité de doubles emplois. Il y a des valeurs internationales dont la raison d'être est de figurer aux côtés d'un certain nombre de pays ; il y a un grand nombre d'emprunts qui sans avoir un caractère particulièrement international sont négociés sur plusieurs places étrangères et sur celles de leur pays d'origine. Cela donne à penser qu'il faut faire subir une réduc-

tion considérable au chiffre établi et M. Neymarck ramène aux environs de 600 milliards l'estimation des valeurs appartenant en propre aux capitalistes des différents pays.

L'estimation de la fortune mobilière de la France donne lieu à des difficultés analogues. Il faut tenir compte du marché en banque et de celui du Parquet. A cette évaluation il faudrait ajouter les sommes de valeurs négociées sur le marché libre et dont l'importance semble difficile à connaître. Il faut enfin ajouter les valeurs cotées sur les bourses de province et déduire celles déjà cotées à Paris. Ces opérations amènent à penser qu'il faut considérer comme fixé entre 110 et 120 milliards, le chiffre des valeurs négociables sur le marché français et comme dépassant légèrement 100 milliards, celui des valeurs appartenant en propre aux capitalistes français.

On voit que les négociations de notre marché portent sur un effectif de capitaux assez considérable. Le montant s'en élève du reste continuellement et les émissions et introductions dont nous reparlerons y ajoutent chaque année l'appoint de 4, 5 ou 6 milliards de nouveaux titres.

*Proportion des valeurs étrangères entrant dans
la composition du portefeuille français.*

Nous consacrerons à cette nouvelle question de plus longs développements parce qu'elle doit servir de base à la discussion qui fera l'objet même de notre

étude. De l'importance du quotient trouvé dépendra la réponse que nous ferons à un certain nombre des questions soulevées autour des valeurs étrangères.

Nous n'utiliserons les travaux d'autrui que pour retracer l'évolution du marché des valeurs françaises et étrangères. Les travaux d'économistes auxquels on peut accorder toute confiance, et qui du reste s'accordent parfaitement entre eux, permettent de supposer que le montant des valeurs étrangères a été en :

1870.	10-12	milliards (évaluation faite par Léon Say en 75).	
1880.	18.500	millions	— M. de Foville.
—	20	milliards	— M. Neymarck.
1897.	26	—	— M. R. G. Lévy.
1900.	27	—	— M. Ed. Théry.

Pour l'époque actuelle il faut demander aux sources mêmes l'importance des valeurs étrangères souscrites en France en reconnaissant, toutefois, que cette recherche est rendue fort délicate par deux raisons. En premier lieu les valeurs étrangères se prêtent à toutes sortes d'échanges entre les places des différents pays, échanges que l'arbitrage rend encore plus actifs en les prenant pour base de ses opérations.

Cela seul rendrait les valeurs étrangères impossibles à dénombrer avec certitude si la dissimulation qui se produit sur un certain nombre d'entre elles n'achevait de rendre la tentative très douteuse.

L'argent expatrié est d'autant plus insaisissable que

cette insaisissabilité est la raison même de son expatriation. Les rentiers qui ont caché leur bien hors de France n'ont pas eu d'autre but que de le rendre invisible aux autorités françaises. La statistique ne peut donc approcher de cette réserve sur l'importance de laquelle on ne peut trouver que des appréciations ayant l'autorité de ceux qui les risquent.

Sous cette réserve, nous chercherons à tirer les meilleurs résultats des éléments d'appréciation dont on peut disposer.

Deux méthodes conduisent à la solution du problème. Dans la première on se fonde sur les statistiques officielles pour en retirer les éléments de la réponse. Nous passerons en revue les statistiques des *Successions*, du *Timbre* et de *l'Impôt sur le Revenu* des valeurs mobilières.

Dans la seconde méthode on procède par voie d'investigations directes. Des dépouillements sont faits dans des portefeuilles pris au hasard. Cette méthode a donné, une fois, d'heureux résultats.

A.— Statistique de l'impôt des successions

L'administration dressait tous les deux ans la statistique des successions françaises par catégories de valeurs énoncées dans les déclarations. Elle a malheureusement renoncé à ces bonnes habitudes et ne nous promet plus une statistique de ce genre que pour 1916.

Le résumé qui suit réunit les données essentielles des derniers tableaux parus dans le *Bulletin de statistique*.

	Valeurs énoncées (en millions de francs)		
	1908	1906	1898
<i>Valeurs françaises :</i>			
Rentes	399,9	425,4	491,8
Actions.	485,7	484	475,3
Obligations	626,5	631,9	576,6
Parts.	100,6	109	96,5
Ensemble	1612,7	1650,3	1650,2
<i>Valeurs étrangères :</i>			
Effets publics.	341,5	271,4	187,4
Actions.	157	112,3	82,7
Obligations	189,9	156	170,8
Parts.	11,1	14	0,8
Ensemble	699,5	553,7	441,7
Total des valeurs françaises et étrangères	2.312	2.204	2.081,9
Proportion des valeurs étrangères	27 %	25 %	22 %

Si les résultats de cette statistique devaient être tenus pour absolus, ils montreraient d'une façon concluante le développement de titres étrangers.

Mais il y faut faire de fortes restrictions : en premier lieu cette statistique étant successorale est naturellement entachée de nombreuses omissions et ces omissions portent plus particulièrement sur les valeurs étrangères qui sont rarement nominatives. Cette restriction tendrait donc à grossir la pro-

portion des fonds étrangers. Mais il en est une autre qui agit d'après nous en sens inverse. Les déclarations, toujours parce qu'elles sont successorales, ne portent pas sur la mainmorte mobilière. L'on a évalué cette part de la richesse de la France à 16 milliards en 1908 (1) et nous pensons que ces titres sont le plus souvent français, les personnes morales n'ayant guère de soif de dividendes particulièrement vives.

Si l'on veut admettre que ces influences divergentes se compensent, les résultats provenant de la taxe successorale nous éclairent sur la proportion des titres français et étrangers.

a) *Statistique du Timbre*

Cette statistique a l'avantage de donner le capital des valeurs sur lesquelles les droits ont été assis. De plus elle a le mérite d'atteindre tous les titres et notamment les rentes étrangères, exemptées de toutes autres taxes.

Malheureusement elle englobe des catégories d'impôts si variées qu'il faut se garder de faire le moindre rapprochement entre ses diverses parties.

Les fonds d'Etats, par exemple, n'étant soumis qu'à un droit d'entrée en France, n'y figurent que pour l'année où ils ont été introduits. Les fonds privés, au contraire, y figurent chaque année pour le paie-

1. *La richesse de la France* par MM. de Lavergne et Paul Henry.

ment des taxes perçues à l'abonnement. Une autre source d'erreurs provient de ce que le capital imposable est tantôt le capital réel, tantôt le capital nominal.

Malgré tous ces inconvénients on en peut tirer de très utiles renseignements, notamment en ce qui concerne la progression des valeurs étrangères.

Voici par exemple le capital des fonds d'État étrangers soumis au droit de timbre pendant les dernières années. (Nous répétons que ces droits ne sont perçus qu'une fois sur les titres nouvellement introduits.)

1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909
690	1.148	1.287	2.038	1.567	1.245	2.159	2.081	649	2.387

(milliards de capital nominal).

Voici maintenant le montant en capital des valeurs étrangères abonnées (ici les droits sont annuels et les chiffres représentent la progression des valeurs étrangères autres que fonds d'État existant en France).

Années	1900	1901	1902	1903	1904
Actions	1.206	1.237	1.501	1.309	1.479
Obligations	2.442	2.538	2.652	2.684	2.892
Total.	3.648	3.775	4.153	3.993	4.371

Années	1905	1906	1907	1908	1909
Actions	1.374	1.796	2.020	2.203	2.293
Obligations	2.897	3.114	3.306	3.531	4.539
Total	4.271	4.910	5.326	5.734	6.832

Il est à regretter que les recensements opérés par l'administration du *Timbre* ne rendent pas plus fa-

cile la comparaison des mouvements du portefeuille étranger et du portefeuille de valeurs nationales. Nous n'en devons pas moins retenir de ses déclarations que les fonds d'États étrangers augmentent à Paris d'environ un à deux milliards chaque année, et que les actions ou obligations d'entreprises étrangères cotées en France ont doublé dans l'espace de dix années. Si l'on tient compte du peu d'empressement que les entreprises étrangères mettent à se soumettre au régime de l'abonnement, et de ce que les relevés officiels portent par conséquent sur le minimum des valeurs étrangères, on conclura que l'accroissement de ces dernières a suivi une marche très rapide de 1900 à 1910 (1).

b) *Impôt sur le revenu des valeurs mobilières*

La taxe sur le revenu a l'avantage de s'appliquer d'une manière identique aux valeurs françaises et étrangères, et de se prêter à certains rapprochements entre ces deux catégories de titres. Par contre, elle a l'inconvénient de ne mentionner que le revenu des valeurs, seule base de l'impôt, revenu qui peut varier dans des proportions considérables par rapport au capital.

Veut-on capitaliser ce revenu, il y faut un taux dif-

1. Les droits de mutation ayant la même assiette donnent des résultats analogues sauf de légères différences tenant à ce que la taxe est établie tantôt sur le capital nominal et tantôt sur le capital réel.

férent pour chaque année de revenu et pour chaque espèce de valeur. Le capital des obligations pourrait à la rigueur être évalué sur la base de leur revenu mais aucune relation fixe n'existe entre le dividende des actions et leur capital.

D'autres difficultés proviennent des limites du champ d'application de la taxe sur le revenu. Les fonds d'États n'étant pas atteints par cet impôt, la majorité des placements français se trouve soustraite à ses contrôles, mais comme la codification fiscale, englobe sous le vocable de revenus des primes, lots et certains fonds de remboursement qui n'ont aucun rapport avec le capital des valeurs, des corrections doivent être apportées dans ces deux sens aux chiffres fournis par l'administration.

Le rendement de l'impôt s'est élevé pour l'exercice 1909 à 102 millions et demi sur lesquels 96.898.000 francs proviennent de la taxation du revenu des valeurs proprement dites, déduction faite des lots. 82 millions proviennent de valeurs françaises, 15 millions de valeurs étrangères. Au taux de 4 % auquel est actuellement fixée la quotité de l'impôt il est aisé de voir que les revenus dont le fisc a eu connaissance ont été d'environ 2 milliards et demi.

Ceci nous autorise à faire une récapitulation sommaire des revenus mobiliers de la France contemporaine.

Revenu des valeurs françaises imposées

sur le Revenu.	2.050 millions	
— étrangères.	375	—
Rentes françaises.	800	—
— étrangères.	1.500	—
	<u>4,725</u>	—

Évaluation faible mais qui se rapproche sensiblement du chiffre proposé de 5 milliards et qui confirme les hypothèses déjà émises sur le capital des valeurs mobilières possédées par les Français.

Toutes ces statistiques contiennent, il est vrai, de grosses incertitudes. Les éléments disparates dont elles sont composées ne permettent pas d'en tirer des conclusions absolues. Cependant la constance de leurs résultats, au milieu de la diversité des quantités envisagées, inspire une légitime confiance.

Nous ne leur demanderons toutefois qu'une appréciation générale.

Or il est constant que par quelque côté qu'on l'envisage la proportion des valeurs étrangères mentionnées dans les statistiques se maintient aux alentours d'un tiers.

Encore les données que nous avons pu mettre en œuvre remontent-elles pour la plupart à 1910 et depuis lors la moyenne a sans doute augmenté.

Nous adopterons donc les chiffres minimum suivants : Capital valeurs mobilières de la France : 120 milliards. Proportion des valeurs étrangères : $\frac{1}{3}$, soit 40 milliards. Revenu du portefeuille étranger : 2 milliards.

Et ces chiffres ne concernent que les valeurs étrangères avouées, soumises au contrôle de la loi française. On va voir que les résultats de l'enquête directe tendent à les faire légèrement majorer.

**B. — Résultats obtenus par la méthode
des enquêtes directes**

Devant l'impuissance des statistiques à donner des chiffres exacts, quelques économistes ont cherché à saisir le phénomène par d'autres procédés d'investigation.

Au lieu d'embrasser la masse énorme des valeurs mobilières et de chercher à la dénombrer, on a pensé arriver à un résultat aussi saisissant en limitant la recherche à des portefeuilles pris au hasard et en déterminant d'une manière toute empirique la proportion de titres étrangers qu'ils contiennent.

Cette méthode n'est pas scientifique. Elle est forcément entachée par l'incertitude de savoir si les portefeuilles considérés sont composés des mêmes éléments que le portefeuille national tout entier. Mais sauf cette part de doute que l'on peut réduire à très peu par une sélection attentive des portefeuilles, on a l'avantage de saisir sur le vif la composition des fortunes françaises.

Si des enquêtes successives, faites dans des milieux différents, arrivaient à se confirmer les unes les au-

tres, on pourrait se dire certain de tenir enfin le rapport demandé, réserve faite des titres déposés dans les banques étrangères.

Malheureusement ces enquêtes sont fort rares. Elles ne peuvent être tentées utilement que dans les Dépôts de titres des établissements de crédit parce qu'on ne trouve que là d'assez grandes quantités de titres. Or les banques sont tenues vis-à-vis de leur clientèle à une discrétion dont elles peuvent difficilement se départir, même dans un but manifestement scientifique et désintéressé.

L'essai le plus heureux qui ait été fait dans ce sens, a été tenté en 1897 par M. Pierre des Essars à la Banque de France. Il a fait l'objet d'un rapport à la *Société de Statistique de Paris* dont les conclusions ont été les suivantes :

Rentes françaises.	24 %
Autres valeurs françaises	39 %
Total des valeurs françaises	63 %
Rentes étrangères	31 %
Autres valeurs étrangères	6 %
Total des valeurs étrangères	37 %

Y aurait-il lieu de faire des réserves sur la conformité des portefeuilles de dépôts étudiés avec la généralité des portefeuilles français? On fera bien de retenir que les déposants à la *Banque de France* (individus ou collectivités) représentent une catégorie de capitalistes plutôt aristocratique. Cette clientèle sélectionnée aurait-elle une préférence marquée pour

certaines valeurs ? On a admis qu'il pouvait y avoir, en effet, une quantité de fonds russes supérieure à la moyenne, à cause de la garde gratuite que la Banque fait à ses titres. Mais cela reste peu de chose.

Et comme un grand nombre de portefeuilles ont été dépouillés (1.032 exactement) et qu'ils avaient été choisis au hasard pour que l'intervention de statisticien ne put agir sur le résultat ; comme, enfin, ces derniers avaient été triés avec assez de soin pour que tous ceux qui risquaient d'influencer la solution définitive d'une manière anormale, fussent écartés (notamment le portefeuille d'une compagnie d'assurances s'élevant à une cinquantaine de millions de francs), on doit considérer les chiffres fournis par M. des Essars comme parfaitement recevables.

Le principal défaut de cette expérience est de remonter à 1897. Si de semblables coups de sonde avaient pu être donnés d'heure en heure dans les dépôts de nos grands comptoirs, nul doute que le quotient recherché n'eût été ainsi obtenu.

Nous n'avons trouvé qu'une confirmation à ce travail. Elle est donnée par M. Théry qui dit la tenir de l'obligeance des établissements de crédit et affirme que la proportion des dépôts de titres étrangers serait de 30 à 32 % du total des titres confiés à leur garde. Mais ce chiffre n'est pas appuyé. Il n'a que la valeur d'une opinion très autorisée et nous serions disposés à le considérer comme faible, les établissements de crédit se trouvant plutôt incités à cacher la part du

portefeuille étranger dont on cherche à leur faire un reproche.

Toutefois personne ne saurait contester que, depuis l'époque où ces recherches ont été faites, la proportion des valeurs étrangères n'ait plutôt augmenté. En appliquant donc au stock actuel de valeurs mobilières possédées par les Français la proportion de 35 %, nous sommes sûrs de nous tenir plutôt en dessous de la vérité et le chiffre de 42 milliards $\left(\frac{120 \text{ milliards} \times 35}{100} \right)$ doit être accepté comme un minimum.

CHAPITRE II

Importance des capitaux disponibles sur le marché français. Difficulté de leur placement. Préférence du public pour les valeurs étrangères

Le précédent chapitre a montré la séduction exercée par les titres étrangers sur les capitalistes français et l'importance croissante de leur participation dans nos portefeuilles.

Mais il ne suffit pas d'avoir mis le fait en évidence, il faut encore en rechercher les raisons. Ces raisons découlent pour la plupart de l'abondance des capitaux disponibles. Nous consacrerons à ce sujet quelques développements.

Abondance des capitaux disponibles

Sans remonter à des considérations sur la fortune générale de la France qui ne dominant que de loin le sujet de cette étude, il est naturel de rappeler que tous les signes extérieurs de l'abondance des capitaux s'y trouvent réunis.

La preuve la plus frappante en est dans l'importance moyenne de *l'annuité successorale* et plus encore dans le grand nombre de successions déclarées ($\frac{2}{3}$ des décès). Elle ressort également des *plus-values d'impôts* à peu près constantes malgré l'extrême tension de certains de nos tarifs fiscaux.

Aussi, d'ores et déjà, Paris possède-t-il avec Londres (mais avant Londres pour certaines catégories de valeurs et notamment pour les fonds d'États) le marché international de valeurs le plus actif du monde entier.

Ces indices ne laissent aucun doute sur la richesse du pays, richesse reconnue, d'ailleurs, par l'unanimité des économistes. Les fortunes françaises sont nombreuses et bien assises ; c'est là une première constatation. Mais ce qui nous intéresse particulièrement c'est l'aspect sous lequel se présente cette richesse nationale, les dispositions qu'elle montre vis-à-vis des emplois possibles : en un mot sa *liquidité* et sa *disponibilité*.

Or, à ce point de vue la France possède un marché de tout premier ordre. Ce n'est pas que les emplois durables et définitifs fassent défaut dans le pays. On sait au contraire combien de petites fortunes ont encore leur fondement dans la possession du sol et que les rentes sur l'État, les valeurs d'entreprises anciennes et bien équilibrées, donnent une base très stable aux portefeuilles français. Mais il n'en existe pas moins une abondance exceptionnelle de capitaux inemployés prêts à se porter sur de nouvelles valeurs.

Tandis que dans certains pays l'argent est incorporé dans des titres, aussitôt que produit, il y a toujours en France entre le travail qui les crée et les affaires où ils s'emploient, une somme importante de fonds n'appartenant plus au premier et pas encore aux seconds et qui constitue le marché des capitaux disponibles. C'est ce que certains économistes allemands appellent le fonds de roulement du commerce et qui manque si fort dans leur pays, une réserve intermédiaire entre le capitaliste et le producteur grâce à laquelle l'argent s'écoule sans effort du prêteur à l'emprunteur et sans ces brusques tensions qui mettent constamment en péril l'industrie allemande.

Malheureusement l'importance des capitaux disponibles ne se prête à aucune évaluation précise. C'est par essence de l'argent qui n'est représenté par rien et n'a par suite aucun signe extérieur. Nous ne pouvons le saisir qu'au moment où il s'incorpore dans les titres sur lesquels il finit par se porter.

Pour le reste nous en sommes réduits à des indices.

L'indice caractéristique des fonds de roulement du commerce et de l'industrie, c'est le *taux de l'escompte*. La faiblesse et la constance du taux d'escompte de la banque de France qui caractérise tout le marché français sont notoires.

Cela signifie que nulle part l'argent n'abonde aussi régulièrement qu'en France pour se mettre à la disposition des affaires.

Taux moyen de l'escompte

	Paris	Londres	Berlin
	—	—	—
1900. . .	3.23 %	3.96	5.33
1905. . .	3	3.01	3.82
1906. . .	3	4.27	5.15
1907. . .	3.45	4.92	6.03
1908. . .	3.04	3.01	4.77
1909. . .	3	3.10	3.93
1910. . .	3	3.72	4.35
1911. . .	3.13	3.47	4.40
1912. . .	3.97	3.77	4.95

Ainsi le taux moyen de l'escompte est de 3 % à Paris, de 3 1/2 à Londres et de 4 et plus à Berlin. Sans doute la sage organisation de la *Banque de France* contribue à la régularité de notre taux d'escompte. Mais ces chiffres représentent surtout l'état habituel des disponibilités.

Si l'escompte caractérise l'abondance des fonds mis à la disposition des affaires, il est un autre indice qui s'applique plus particulièrement aux affaires de Bourse et témoigne de l'état des capitaux mis à la disposition de la finance : c'est le *taux des reports*.

Ici la fixité est moins grande et les contre-coups des mouvements de Bourse se font souvent sentir. Les moyennes sont toutefois suffisamment justes et laissent voir la facilité avec laquelle les spéculateurs trouvent, à Paris, l'argent nécessaire à se faire reporter.

En prenant la moyenne des taux de reports moyens publiés pour chacun des 12 mois de l'année, on trouve les taux suivants :

	Du 1 ^{er} au 15	1 ^{er} à fin	15 au 30
	—	—	—
en 1910. . .	3.19 %	3.75 %	2.77 %
en 1912. . .	2.90 %	3.11 %	2.90 %

La constance et la modicité de ces taux ainsi que de ceux de l'escompte établissent nettement l'abondance des moyens, l'aisance du roulement. Mais les capitaux dont ils reproduisent les dispositions ne sont pas tous à la recherche de placements. Beaucoup n'ont pas cette destination : ils sont quelque chose comme le combustible des affaires, en économie politique les capitaux circulants. Or ce sont les capitaux prêts à s'échanger contre des titres qu'il nous faudrait évaluer.

Ces derniers sont plus difficiles à saisir ; il faut en chercher des manifestations spéciales. Apprécier l'importance des fonds que les particuliers réservent dans leurs tiroirs en vue de les placer serait même tout à fait impossible. Fort heureusement les particuliers se défont de plus de cette habitude. Ils portent leur argent dans des Banques, dans des Caisses d'épargne où les choses se passent plus ostensiblement et dans les comptes desquelles nous pouvons quelquefois jeter les yeux.

Dans les *Caisses d'épargne* les dépôts se sont élevés jusqu'à :

1908.	5.224 millions de francs	
1909.	5.478	—
1910.	5.643	—

Quant aux dépôts en banque leur importance peut paraître excessive si l'on songe que ce n'est pas là du capital en nourrice comme on pourrait le dire de l'argent placé dans les Caisses d'épargne mais du capital bien formé, en âge de rapporter autre chose que l'intérêt des dépôts.

La progression de ces sommes est cependant constante, comme cela résulte du tableau suivant portant sur nos cinq plus grandes firmes (Crédit Foncier, Lyonnais, Comptoir, Générale et Crédit industriel).

Dépôts de fonds dans les cinq banques considérées

	Dépôts	Comptes courants débiteurs
	—	—
31 déc. 1901. . .	1.669 millions	
1906. . .	1.951	—
1907. . .	2.022	—
1908. . .	2.211	—
1909		
1910. . .	2.213	— 1.200 millions
1911. . .	2.334	— 1.224
31 juill. 1912. . .	2.479	— 1.369

L'affluence des capitaux disponibles est ici particulièrement visible.

Pourtant la machine aspirante des émissions ne chôme pas et pompe journellement sur le marché des sommes imposantes. Cependant elle était encore insuffisante et la baisse du taux de l'intérêt caractérisait l'excès des disponibilités de capitaux sur les offres de titres jusqu'au jour où de l'excès du mal est venu le remède.

On s'est aperçu qu'il existait sur d'autres marchés des taux plus rémunérateurs à égalité de risques. La facilité des communications aidant, l'équilibre s'est établi et l'échéance où les capitaux français dépériraient faute d'emploi s'est trouvée par le fait, sinon supprimée, tout au moins indéfiniment reportée.

**Source des disponibilités de capitaux.
L'Épargne française et le remboursement
des capitaux déjà placés**

Si la France, malgré certaines pertes, malgré la modicité de l'intérêt qu'elle perçoit et malgré les achats énormes de titres auxquels elle se livre, garde encore tant d'argent disponible, cela suppose une faculté économique particulièrement développée dans notre pays, celle de la production des capitaux.

Est-ce là un symptôme de puissance ou de faiblesse, l'afflux de sève d'une plante vigoureuse ou la surproduction d'un organisme qui ne consomme plus ses réserves ? Nous n'approfondirons pas cette question que les économistes tranchent selon leur humeur

et sur laquelle on ne peut se prononcer d'une manière définitive.

Mais ce qui nous importe, c'est de constater dès le commencement de cette étude que la production des capitaux est devenue l'œuvre à peu près essentielle de notre économie nationale, celle où s'affirme de jour en jour notre supériorité dans la lutte des nations pour l'hégémonie économique, celle qui caractérise, aujourd'hui, le plus justement, la prospérité du pays.

Cette production particulière a plusieurs sources : la plus intéressante est, sans contredit, l'épargne nationale.

a) *Épargnes annuelles*

La population française possède au plus haut degré la vertu d'économiser. C'est une qualité qui lui est unanimement reconnue et qui a reçu sa plus brillante consécration de la bouche même du prince de Bülow et à la tribune du Reichstag.

Bien longtemps le peuple français ne voulut confier ses économies à personne. Toutefois, lorsque les valeurs mobilières devinrent le mode indiscutablement le meilleur de placer son bien, il s'y plia sans trop de résistance, mais encore ne voulut-il avoir pour emprunteurs que des Gouvernements ou des collectivités ayant un caractère officiel. Cette illusion de sécurité dirige encore actuellement nos compatriotes dans le choix de leurs placements, et c'est à peine

si l'on peut voir diminuer cette inclination dans les toutes dernières années. En un mot le Français épargne avec une louable vertu, mais il éprouve les craintes les plus dérisoires de perdre les économies où se matérialisent ses efforts. S'il se confie aux Cais-
ses d'épargne, parce que derrière leurs façades il devine l'État, il n'a pas encore confiance dans les Banques et c'est à peine si les capitalistes aisés ont depuis quelques années découvert les dépôts en banque. Quant aux entreprises privées ils s'en méfient comme de la dynamite. Combien de gens en France n'ont pas encore aujourd'hui une horreur instinctive de *l'action* parce qu'elle ne rapporte rien de fixe ! Nous trouvons dans un article de M. Yves Guyot l'expression qui caractérise parfaitement cet état d'âme (1) : « Les Français ont une vertu négative, l'économie. Par l'épargne ils obtiennent des capitaux, c'est la production qui leur coûte le moins d'effort. »

Mais, ce qui est certain, c'est qu'ils amassent ainsi, année par année, des réserves dont l'ensemble finit par constituer un capital immense, toujours en voie de reproduction. Et comme ces économies, transmises de génération en génération, remontent aux premières heures du développement commercial et industriel du pays, leur capitalisation donne aux Français d'aujourd'hui un revenu sur lequel leurs économies personnelles se greffent à leur tour pour augmenter dans de nouvelles proportions l'avoir national.

1. *Journal des Économistes*, 15 juin 1919.

C'est l'ancienneté de l'essor économique de la France qui lui vaut aujourd'hui de si belles moissons de numéraire qu'on l'a justement surnommée « le grenier des capitaux ». Là comme ailleurs se retrouve le privilège de ceux qui travaillent une terre longtemps retournée au cours des générations. Il y a une force secrète que le travail développe au cœur de la matière et qui donne plus de vigueur aux récoltes présentes. La France du ^{xx}^e siècle reçoit du labeur capitalisé des trois siècles précédents les milliards qui maintiennent aujourd'hui son autorité.

La vertu d'épargne inhérente à l'âme française façonnée par l'existence agricole, qui reste celle de la majorité de nos compatriotes, est encore accrue par certains faits sociaux sur lesquels l'attention a été attirée dans les dernières années. La prédominance des classes moyennes due au morcellement des fortunes et aux dispositions de la loi successorale est un gage sérieux de la conservation de l'esprit d'épargne et la faiblesse de la natalité, réunissant sur un plus petit nombre de têtes l'héritage des générations disparues met à la disposition de celles-ci des capitaux plus nombreux et plus abondants.

Le résultat de tous ces efforts accumulés et des circonstances de fait qui en augmentent encore l'effet, c'est une puissance de capitalisation que M. Neymarck évaluait il y a deux ans à 2 milliards de francs et que M. Paul Leroy-Beaulieu fixait aux environs de 3 milliards.

On voit quelle source intarissable de richesses il y a dans l'épargne française; mais ce qui fait paraître encore plus vaste la masse des disponibilités ainsi établies, c'est la difficulté qu'elle trouve quelquefois à s'employer. En Allemagne, nous l'avons déjà constaté, les capitaux sont absorbés par l'industrie avant même que d'être créés. En France, au contraire, les offres d'emploi font souvent défaut et les disponibilités éprouvent à se placer un embarras que certains écrivains considèrent comme une véritable crise.

Si l'on adopte l'estimation à 3 milliards des capitalisations annuelles du pays, on voit, d'autre part, que les entreprises françaises absorbent à peine par leurs émissions le tiers de la somme ainsi disponible. Pour le surplus il est nécessaire de recourir à l'étranger : encore le taux de l'intérêt demeure-t-il sensiblement plus bas sur notre marché que sur tous les autres.

Forte production de capitaux et consommation restreinte par suite de la population déficitaire du pays ; insuffisance des emplois de fonds par les entreprises nationales et nécessité de recourir à l'introduction de titres étrangers pour combler la lacune existant entre les capitaux proposés et les titres offerts : tels sont les traits essentiels du marché financier français, et la production toujours plus forte d'épargnes nouvelles donne à penser que cet aspect n'est pas destiné à se modifier à moins d'un changement considérable dans l'ordre économique du pays.

Mais la disproportion est rendue plus grande par

d'autres sources de disponibilité de capitaux qui viennent augmenter l'embarras des rentiers en quête de placements.

*b) Remplacement d'épargnes anciennes
parvenues à remboursement*

Ce ne sont pas seulement les économies de l'année qu'il faut placer, mais tout le capital héréditaire qu'il faut remployer au fur et à mesure que l'amortissement en appelle des fractions au remboursement.

Et ce n'est pas tout. Il y a encore les lots, les emplois de fonds obligatoires, les caisses de retraites qui ont charge de faire fructifier l'argent perçu à titre de prime, et dont les services pourront prendre une extension monumentale par suite de l'application du programme d'assurances sociales que l'on paraît vouloir établir.

D'ores et déjà les remboursements annuels atteignent un milliard à un milliard et demi. Mais M. Neymarck a fait de fort intéressantes prévisions sur les remboursements à venir (1) en s'en tenant aux seules valeurs inscrites au Parquet.

Sur les 137 milliards de valeurs cotées en 1910, 70 milliards doivent être remboursés dans le cours du xx^e siècle. Pour la seule décade 1950-1960, 25 milliards d'amortissement sont à prévoir. Ce sera, il est

1. Rapport à la Société de Statistique de Paris, Séance du 20 avril 1910.

vrai, le sommet de la courbe qui redescendra par la suite, sauf l'entrée en jeu de nouvelles valeurs.

Tout cela même ne suffirait pas à expliquer les quantités énormes de valeurs absorbées par le marché français et nous estimons qu'il faut imaginer d'autres sources à la disponibilité des capitaux.

Les 4 milliards de valeurs introduites en 1911, même sans déduction des conversions, dépassent sans nul doute les moyens de l'épargne annuelle du pays. On a dit que les Gouvernements étrangers pratiquaient sur notre place le remboursement par rachat en Bourse. Une forte partie de certaines dettes étrangères serait amortie par ce moyen qui n'impose aucun contrôle aux Gouvernements qui le pratiquent. En sorte que le capital de ces emprunts ne serait plus aussi large que le chiffre pour lequel ils figurent à la cote et que la différence, actuellement remployée, figurerait aux achats de nouveaux titres. Il faut bien admettre que cette pratique et d'autres analogues contribuent à décharger le montant total des valeurs émises en France, si l'on veut se rendre compte de la faculté d'absorption du marché français. Il faudrait également faire la part des achats faits en France pour le compte de l'étranger et qui viendraient également en diminution du total des titres.

**Émissions et introductions annuelles de
nouvelles valeurs.**

**Supériorité numérique des émissions de
valeurs étrangères**

Que les émissions de valeurs nouvelles dépassent chaque année d'une façon sensible le montant des capitaux strictement produits par l'épargne, cela n'est pas douteux. Il n'en est pas moins vrai que le marché français absorbe, à chaque exercice, une quantité de titres dont le total s'est élevé pour 1910 à plus de 6 milliards.

Les introductions nouvelles portent, du reste, sur des sommes offrant, d'une année à l'autre, des variations très sensibles. La prospérité générale, l'état des affaires élargissent ou rétrécissent le marché des capitaux, suivant leurs dispositions. Les statisticiens, de leur côté, font généralement subir aux chiffres qui les représentent, des corrections qui les rendent assez disparates.

Pour rester sur un terrain solide, nous ne citerons ici que le tableau des admissions à la cote officielle, où un certain nombre de valeurs ne figurent pas, mais qui offre l'avantage d'une statistique rigoureuse.

Valeurs admises aux négociations officielles

	(Valeur au 1 ^{er} cours coté)	(Valeur nominale)
	—	—
1908. . .	2.086 millions de fr.	2.044 millions.
1909. . .	3.473 —	3.368 —
1910. . .	4.740 —	5.049 —
1911. . .	3.944 —	3.599 —

En 1910 le total des émissions atteint 6 milliards.

Au Parquet. . . 4.736 millions.

En Banque . . .	1.283	—
	6.019	

En 1911 le montant s'en est maintenu autour de 5 milliards.

Parquet. . . 3.943 1/2 millions

Banque . . .	855 1/2	—
	4.799 (1)	—

Les résultats de l'exercice 1912 s'annoncent comme devant être analogues. Le *Bulletin de Statistique* donne le chiffre des admissions officielles pendant le premier semestre comme s'élevant à 2.244 milliards. De son côté l'*Economiste Européen* apprécie l'ensemble des introductions à 3.157 millions.

Rien n'affirme du reste que de pareilles sommes

1. Il faut ajouter à ces chiffres une centaine de millions représentant le contingent moyen des Bourses de province.

soient toujours intégralement couvertes mais le seul fait qu'elles aient été offertes prouve la faculté d'absorption du marché et l'on doit considérer que les Bourses françaises souscrivent normalement à une moyenne annuelle de près de 5 milliards de nouveaux titres.

Cinq milliards de capitaux réputés français cherchent annuellement leur voie sur le marché des valeurs mobilières. Comment vont-ils s'employer ?

Il n'importe pas ici de savoir s'ils rechercheront les actions plutôt que les obligations, s'ils préféreront les fonds d'État aux titres d'entreprises privées. Ce qui nous intéresse c'est la nationalité des titres achetés.

Quest-ce donc qu'une valeur française et qu'est-ce qu'une valeur étrangère ? — La nationalité d'une valeur est celle de l'établissement qui l'a émise. Voilà qui nous éclaire sur la nationalité des fonds d'États, obligations de villes, etc. Mais la nationalité des sociétés commerciales est plus douteuse. La jurisprudence et la majorité des auteurs sont d'avis qu'elle soit régie par le *Siège Social*. MM. Lyon-Caen et Renault tiennent pour le *principal établissement*. Le premier système est celui qui est suivi dans la pratique. C'est ainsi que l'on considère comme françaises des compagnies exerçant dans les pays les plus éloignés et que l'on voit figurer dans les statistiques sous la dénomination de valeurs françaises, des valeurs de banques exerçant en Argentine ou au Brésil et des chemins de fer de Buenos-Aires ou de Santa-Fé.

La seconde conception des Sociétés étrangères est

cependant celle dont nous nous rapprocherons. Si la première théorie semble plus juridique, la seconde est plus réelle et nous paraît mieux convenir au point de vue économique où nous nous plaçons.

Qu'importe en effet qu'une entreprise conserve la dénomination de « française » si elle exploite au Mexique, des mines ou toute autre matière, avec un personnel en majeure partie étranger. Les attaches de cette entreprise avec le milieu ambiant l'unissent étroitement aux conditions économiques du pays où elle est établie. Sa production figure dans la production générale du pays étranger, ses ventes dans les exportations de ce pays. Sans doute l'argent mis en œuvre est français et les bénéfices viennent en France, mais il n'en revient que cela. Les produits de cette industrie n'entreront sur notre territoire qu'en payant les droits. Au point de vue du change, de l'exportation de numéraire, elles interviennent au regard de la métropole comme des facteurs étrangers.

Au point de vue économique c'est donc bien la définition de la nationalité d'après le principal établissement qui convient ; et au point de vue particulier du placement des capitaux il n'est pas douteux qu'il ne faille considérer comme placements à l'étranger tous les placements faits dans des entreprises établies à l'étranger et tirant de là leurs bénéfices.

Telle est la conception qui nous servira dans cette étude. Nous devons toutefois y renoncer provisoirement pour déchiffrer les statistiques qui s'attachent étroitement à la qualification de françaises ou étran-

gères. Car c'est aux statistiques que nous devons encore demander la proportion des valeurs étrangères dans les émissions et introductions financières.

A ce sujet nous reproduirons une statistique donnée par M. Lescure dans la *Revue politique et parlementaire*, parce qu'elle offre une vue particulièrement claire de la répartition des valeurs émises (1).

	Emprunts d'Etats Provinces Municipalités		Valeurs industrielles		Total	Pour- centage des valeurs étran- gères
	françaises	étrangères	françaises	étrangères		
1901.	272	1.565	370	486	2.693	68 %
1906.	21	2.375	849	1.831	5.076	83 %
1907.	59	981	909	898	2.847	47 %
1908.	97	1.040	634	1.709	3.480	73 %
1909.	155	809	1.630	1.700	4.294	29 %
1910.	106	1.628	779	3 098	5.611	82 %
1911.	9	989	807	2.893	4.696	80 %

(Millions de francs).

Nous avons ajouté à ce tableau l'évaluation du pourcentage des valeurs étrangères. La lecture de cette colonne laisse voir que malgré des fluctuations assez sensibles dans la proportion des valeurs françaises et étrangères entre elles, la grosse majorité des émissions faites en France a pour objet des titres étrangers.

Causes de la supériorité numérique des émissions

1. Les éléments en sont empruntés à l'*Économiste Européen*.

de valeurs étrangères. Sont-elles l'objet d'une préférence marquée du public ? — Ces constatations amènent tout naturellement à rechercher les raisons de la préférence que le public semble témoigner à cette catégorie de valeurs. Nous ne nous étendrons pas longtemps, cependant, sur cette recherche qui nous semble vaine. Le public est bien moins maître de ses placements qu'il ne semble. Dans la catégorie déjà limitée des titres qui peuvent convenir à chaque rentier français, les offres avantageuses sont toujours rares ; mais dans le compartiment des valeurs françaises, le moindre coup d'œil laisse voir qu'il n'y a qu'un rendement modique à espérer.

Il y a là un phénomène quantitatif et une raison de fait qui priment toute considération de préférence. Nous n'insistons pas, pour le moment, sur cette idée, parce que nous espérons que de cette étude se dégagera la notion que les valeurs étrangères viennent seulement combler les vides laissés sur le marché français par les valeurs nationales.

Dire qu'il n'y a pas actuellement, dans l'esprit des rentiers français la moindre idée de préférence en faveur des valeurs étrangères, serait, toutefois une réelle exagération. Si l'abondance des capitaux est la cause essentielle, la *recherche d'intérêts supérieurs* a agi de son côté très fortement sur l'orientation des placements français. Devant la baisse du taux de l'intérêt qui sévissait il y a quelques années sur notre pays et que les économistes avaient eu le tort de se laisser aller à considérer comme définitive, l'atten-

tion des rentiers fut attirée sur les valeurs des contrées plus jeunes où le loyer de l'argent n'était pas encore déprécié comme dans la vieille Europe. Puis quand le taux de l'intérêt cessa de décroître, même chez nous, l'accoutumance était faite et le public voulut d'autant moins se départir de ses nouvelles tendances que les valeurs fondamentales françaises s'étaient impudemment converties en 3 %, pendant le temps de l'argent déprécié. Les rentes étrangères à rendement élevé faisaient dès ce moment une concurrence aux 3 % des vieux pays, concurrence dont ceux-ci ne sont jamais venus à bout.

Il y aurait encore bien des faits à signaler si l'on voulait analyser toutes les raisons de l'attrait que les fonds étrangers peuvent exercer sur le public.

Il faudrait faire entrer en ligne de compte l'état d'esprit créé dans le pays par la menace de nouveaux impôts et qu'on a caractérisé sous le nom *d'obsession fiscale*.

Il faudrait également relever l'impression laissée dans la masse par certaines *affaires malheureuses*(1). Quelles répercussions n'a pas eues dans l'esprit de bien des gens le retentissement de la seule affaire de Panama.

On pourrait encore rechercher l'influence particulière de certaines institutions, notamment des grands *Etablissements de crédit* français qui ont été accusés

1. A ce sujet, une communication de M. Carmichaël à la *Société Nationale d'Economie politique*, 13 juin 1900.

de gaspiller l'épargne dans le seul but de se procurer de grosses commissions ; et voir également si, comme on l'a prétendu, la législation fiscale n'encourage pas les placements à l'étranger.

Il y aurait enfin d'intéressantes constatations à tirer de l'étude psychologique du rentier français et de sa mentalité en matière de placements. Le sujet a été touché par un écrivain compétent (1) : une visite de souverains, une alliance politique déterminent une quantité de gens dans le choix de leurs titres ; une découverte scientifique, un fait sensationnel les entraînent au point qu'un économiste anglais appelle avec raison l'acheteur de titres « an unintelligent person ».

Pour toutes ces raisons, les Français se sont donné un large marché de valeurs étrangères à côté de celui des fonds nationaux. Les rentiers trouvent à cette dualité l'avantage d'un plus large choix de placements, d'un intérêt plus rémunérateur et d'une variété de titres qui les assure contre certaines pertes. Sans doute les valeurs représentées sur ce marché ont leur siège à l'étranger et le capitaliste français ignore à peu près tout de leur gestion, mais que sait-il des valeurs françaises ?

Pour le public qui ne fonde son jugement que sur de simples bruits de Bourse ou de Presse, les valeurs étrangères cotées en Bourse sont aussi connues que les valeurs nationales. Et la garantie du marché fran-

1. R. G. Levy. *Revue d'Economie politique*, février 1905.

çais, de notre police et de nos lois, s'attache à ces titres comme à tous les autres pour inspirer confiance aux négociateurs.

Si les titres étrangers ouvertement négociés en France offrent au public autant de sécurité que les titres français eux-mêmes, en revanche, ils souffrent le même contrôle et c'est là ce qui les rend impropres aux placements d'une bonne partie du public qui opère de préférence à l'étranger même.

Nous avons dit qu'en dehors des raisons naturelles par suite desquelles les capitaux qui ne trouvent pas à se placer au dedans émigrent au dehors, des causes secondaires contribuaient au déplacement des capitaux nationaux. La plus agissante de ces causes est sans contredit la crainte de l'impôt. Les valeurs étrangères sourient tout naturellement aux épargnes inquiètes, mais il ne suffit pas pour soustraire celles-ci aux atteintes de la loi française de les employer en titres étrangers, il faut encore que le service de ces titres soit fait hors du territoire : aussi les fonds évadés se sont-ils donné un marché à eux sur les places étrangères.

Il y a ainsi plusieurs marchés existant simultanément pour les capitaux français en quête de placements étrangers. Le premier est celui dont nous étudierons le fonctionnement et dont nous souhaitons le développement. C'est celui qui a pour siège les Bourses françaises et celle de Paris en particulier.

Le second, qui découle du désir de certains citoyens français injustement inquiets de soustraire

leurs biens aux menaces fiscales de la loi française, a pour théâtre les bourses étrangères et procède par voie d'achats de titres à l'étranger même, et de dépôt de ces titres dans les banques étrangères.

Enfin, et en troisième lieu, il faut mentionner les prêts à plus ou moins longue échéance des banques françaises aux banques étrangères. Dépôts de fonds faits par les banques françaises dans les banques étrangères, escompte du papier commercial, ouvertures de crédit : ce ne sont là, sans doute, que de simples opérations de banque, mais elles portent quelquefois sur des sommes si considérables que par leur étendue et leur permanence, elles finissent par représenter une part importante des avances de capitaux de la France à d'autres pays.

La comparaison de ces diverses orientations prises par l'argent français suggère immédiatement une réflexion.

La négociation des valeurs étrangères dans les bourses françaises offre pour le pays le maximum de garanties. Au contraire toute direction est perdue sur l'argent français caché dans les coffres-forts des banques à Bâle ou à Zurich. Vis-à-vis de ces capitaux l'intérêt national se trouve complètement désarmé.

Si donc — et c'est ce qui se passe en réalité — ces marchés inavoués fonctionnent comme une soupape de dégagement par rapport au marché contrôlé des bourses françaises ; s'ils absorbent continuellement des fonds nationaux pour les détourner au fur et à mesure que le pays les laisse échapper, on sera d'ac-

cord qu'il faut retenir le plus d'argent possible sur notre bourse et ne pas encourager celui-ci par d'inutiles vexations, à la désertion.

Capitaux français en dépôt dans les banques étrangères. — Les valeurs étrangères émises ou négociées sur le marché français faisant seules l'objet de cette étude, nous ne parlerons qu'incidemment des placements faits à l'étranger même, et des dépôts de titres ou de fonds dans les banques étrangères. Nous ne pouvons cependant passer sous silence ces différents faits, parce que leur existence modifie d'une façon sensible les conditions du marché intérieur. Il y a là comme deux « fuites » laissant échapper du marché français des richesses qui devraient normalement y figurer, et dont il faut connaître l'importance pour apprécier plus exactement la capacité du contenant. Mais il y a là aussi une concurrence toujours prête à détourner les capitaux de leur devoir national et à profiter, dans ce but, des moindres erreurs de la gestion gouvernementale.

L'évasion fiscale est, de nos jours, unanimement reconnue comme un des vices les plus graves de notre système financier. Le savoir-faire des banques étrangères l'a si habilement développée que l'on est arrivé au point où les capitalistes français n'ont même plus le sentiment de la faute qu'ils commettent en dissimulant leur avoir. Un courant est créé ; les possesseurs de fonds le suivent et voilà tout.

Que ce mouvement soit considérable cela n'est pas

douteux, mais pour l'évaluer avec précision la chose est à peu près impossible.

On présume la fraude d'après les omissions découvertes, d'après les moins-values sur les prévisions, l'augmentation des comptes de dépôts dans les banques étrangères suspectes. Mais tout cela ne fournit pas les éléments d'un calcul.

M. Caillaux affirmait dans l'exposé des motifs du budget de 1909 que l'administration de l'enregistrement évaluait les pertes annuelles du Trésor, par suite d'omissions, à 40 millions.

M. Théry ayant établi par d'autres indices que les valeurs étrangères non fonds d'États possédées en France devaient faire un total de 12 milliards, constatait que 7 ou 8 milliards seulement sont en règle avec le fisc d'une façon ou de l'autre, et qu'en tenant compte encore des 1.500 millions de valeurs timbrées au comptant, il manquait 4 ou 5 milliards à l'appel de la loi française.

La démonstration a encore été tentée devant la Chambre des députés par M. Charles Dumont, mais d'une manière assez simpliste. L'orateur estimait la fortune de la France à 275 milliards. Divisant ce chiffre par le coefficient de survie moyenne, il concluait que l'annuité successorale normale devait être de 8 milliards. Et comme elle ne s'était élevée qu'à 6.500 millions pour l'année 1907 envisagée, il estimait que la différence correspondait à la fraude successorale. Ce chiffre contient une exagération flagrante et qu'il est à peine besoin de relever. Quand il serait

vrai, du reste, il ne prouverait pas que les valeurs manquant à l'appel soient déposées à l'étranger : la dissimulation des titres au porteur est aussi facile à l'intérieur qu'à l'extérieur du territoire.

Tous ces calculs ont une base fragile mais ils laissent l'impression que les capitaux dissimulés peuvent s'élever à un montant tout à fait appréciable. C'est l'introduction du principe de progression dans les droits successoraux qui a donné l'alarme aux capitaux. Le chemin de l'évasion s'est immédiatement ouvert à ces derniers et d'une façon d'autant plus dangereuse que l'exemple est venu des grosses fortunes particulièrement visées. Dès ce moment les banques étrangères ont cherché à développer ce courant en servant les intentions de leurs nouveaux clients. L'invention du *compte-joint* allait au devant des projets de ceux-ci et l'étrange complicité qui s'est faite en certains endroits entre la législation et la pratique des banques pour frauder le Trésor français a donné à l'argent évadé une complète sécurité.

Cependant, en France, les menaces s'amoncelaient sur les capitaux. La seule campagne faite en faveur de l'impôt sur le revenu avait créé dans l'esprit public une inquiétude exagérée mais irraisonnée et par là très vive. Le mot d'*obsession fiscale* créé par M. Neymarck en reproduisait bien la nature.

Le capital reprit encore le chemin de la Suisse ou de la Belgique et c'est là que nous devons le suivre pour voir les fonctions économiques qu'il va remplir.

Reste-t-il liquide et disponible sous forme de dépôts dans les banques, il n'est pas douteux en ce cas qu'il ne soit mis par celles-ci à la disposition de l'industrie allemande seule capable de faire fructifier de grosses masses de capital. Par là il encourt les aléas qui ne cessent de planer sur l'industrie germanique et dont la répercussion s'est toujours fait sentir dans les banques.

Que si l'argent français recherche au contraire des titres à acheter, ce seront naturellement des titres étrangers vers lesquels le pousseront et la suggestion des banquiers dépositaires et la crainte du contrôle de l'État français déjà trompé. Ainsi c'est fatalement l'industrie étrangère qui profitera de ces sommes. Et l'État français perd non seulement ses droits fiscaux, mais encore la force morale qui eut pu résulter pour lui de la direction de ces capitaux restés français et la force positive qu'il eut pu en retirer en les gardant à la disposition du travail national.

Capitaux français prêtés à l'étranger par l'intermédiaire des banques. — Il faut enfin signaler les avances consenties par les maisons françaises aux banques étrangères.

C'est, ici, de l'Allemagne qu'il s'agit particulièrement. Les relations politiques existant entre les deux pays tendent à cantonner sur leurs marchés respectifs les valeurs de chacun et le traité de Francfort n'a pas prévu les relations financières comme il a réglé l'avenir des relations commerciales.

D'autre part, l'évolution propre de chacun des deux

états a abouti à des résultats tout à fait opposés. La France souffre d'une surproduction de capitaux et manque d'emplois à donner à ceux-ci. L'Allemagne a des emplois en abondance, mais elle manque d'argent liquide. L'escompte habituellement bas, chez nous, s'élève trop haut dans l'Empire. Il est naturel que les capitaux inemployés en France cherchent à profiter des taux élevés indiqués par la *Reichsbank*. Mais cette opération convient particulièrement aux grands établissements financiers français dont les dépôts atteignent des chiffres extraordinaires. Profiter du renchérissement de l'argent sur le marché allemand est, pour eux, une affaire courante et qui facilite singulièrement la gestion de leur immense fonds de roulement. Ces placements sont essentiellement temporaires et nos banquiers soulignent leur caractère accessoire en appelant la chose « mettre leur argent en pension. »

Sans doute ces avances n'engagent pas l'avenir et peuvent être suspendues ou rapatriées à la moindre alerte. Tantôt ce sont des reports, tantôt des avances sur titres ou des ouvertures de crédit, tantôt aussi on escompte des traites ou des bons du Trésor allemands; enfin ce peuvent encore être des dépôts en compte courant dans les banques d'outre-Rhin.

Mais, si passagères que soient ces opérations, elles atteignent cependant un chiffre considérable. Aux heures de tension politique, leur importance apparaît nettement puisque la simple menace de leur retrait plonge dans l'embarras les diplomates allemands

et que le rapatriement effectif de ces capitaux a eu raison des prétentions allemandes lors de la crise de 1911.

Cet épisode a attiré l'attention sur les mouvements de fonds dont nous parlons. On a dit, en France, qu'en 1910 les avances avaient dépassé la valeur d'un milliard de francs (1). Les Allemands les ont estimées moins haut : 200 millions, a dit le *Deutsche Oekonomist*, mais la *Gazette de Francfort* avouait 600 millions et nous avons rencontré le chiffre de 700 millions.

Pour nous en tenir aux opinions allemandes, il semble que 200 millions correspondent au chiffre des dépôts de fonds proprement dits et que 600 ou 700 millions représente plus exactement l'ensemble des facilités accordées au marché allemand.

Mais qu'est-ce que ce demi milliard et plus d'argent français mis en permanence à la disposition de l'industrie allemande. C'est de l'argent que l'épargne n'a pas encore placé dans des titres. C'est l'épargne disponible accumulée par la clientèle des établissements de crédit dans leurs coffres-forts.

Ceci est bon à retenir et nous reparlerons de ces sommes au moment de conclure. Si des scrupules patriotiques empêchent l'épargne de souscrire aux valeurs étrangères et particulièrement aux valeurs allemandes, si la propagande des industriels français arrive à faire grever les emprunts de clauses commer-

1. Chronique financière du *Temps*, 18 septembre 1911.

ciales pour la défense de leurs intérêts, il est bon de retenir que les sommes immobilisées par ce jeu dans les banques passent par l'intermédiaire de ces dernières à ceux-mêmes qu'on avait voulu les empêcher d'aller servir.

Sans doute le capital exporté dans ces conditions est mieux surveillé et les faits ont montré qu'une action concertée est plus facile entre les banques, si la politique l'exige, qu'entre la masse des porteurs individuels de titres étrangers. Mais il n'y en a pas moins là un précieux concours apporté à l'industrie germanique et ces premières réflexions nous autorisent déjà à affirmer que la guerre faite aux valeurs étrangères sur le marché français risque d'aller au devant des intérêts mêmes de l'étranger par l'encouragement qu'elle donne à l'évasion, et par l'accumulation des dépôts qu'elle entraîne dans les banques.

DEUXIÈME PARTIE

FONCTIONS ÉCONOMIQUES DES VALEURS ÉTRANGÈRES

La statistique met au service de l'économie politique la connaissance exacte des faits. Elle est muette **en** ce qui concerne leur interprétation. Par suite, l'analyse des faits dénombrés par elle s'impose à qui veut saisir autre chose que des apparences.

Nous devons à la statistique de savoir que la fortune mobilière de la France s'est divisée entre deux catégories de valeurs, les valeurs françaises et les valeurs étrangères. Nous avons appris que depuis les dernières années cette deuxième catégorie tend à prévaloir sur la première. Nous savons enfin que l'argent s'est montré disposé à se soustraire à tout contrôle et à chercher hors du territoire des conditions d'existence qu'il ne trouve sans doute pas à l'intérieur du pays.

Mais que peut-il résulter de là? Quelles conséquences ces événements auront-ils dans la vie économique du pays? C'est ce que nous devons demander à l'étude économique du phénomène.

La question se pose donc de savoir si la possession

d'un gros portefeuille de valeurs étrangères doit être considérée comme un bien pour le pays, ou comme un mal, à quels points de vue elle est un bien et à quels points de vue elle est un mal.

On traite quelquefois cette question en distinguant l'intérêt des particuliers et celui du pays. Le service d'un intérêt plus élevé serait un avantage pour les particuliers et l'amélioration du change un avantage national. Nous n'emploierons pas, quant à nous cette distinction. Si les particuliers s'enrichissent, la nation s'enrichit, avec eux. Au contraire si la productivité nationale est atteinte par les actes individuels des citoyens d'un pays c'est que les affaires faites par ceux-ci ne sont bonnes qu'en apparence et contiennent en réalité plus de mal que de bien.

Nous étudierons en deux chapitres les conséquences économiques de la possession de valeurs étrangères. Le premier en décrira les avantages, le second discutera les inconvénients, ces deux termes se rapportant, bien entendu, à la situation du pays qui souscrit les valeurs étrangères, qui prête son argent et perçoit le revenu, c'est-à-dire à la situation dans laquelle se trouve la France par rapport aux autres états.

CHAPITRE PREMIER

Avantages de l'exportation des capitaux

Ces avantages sont multiples mais ils peuvent se ramener à quelques catégories principales, malgré la variété de leurs aspects.

Première fonction économique des valeurs étrangères Apport ininterrompu de créances sur l'étranger

La France dont toute la dette est souscrite à l'intérieur et dont les avances intéressent presque tous les états modernes jouit d'une situation exceptionnelle qui la fait créancière du monde entier.

La France « *créditrice partout, débitrice nulle part* » : c'est l'expression heureuse dont s'est servi M. Neymarck pour faire ressortir cet état de choses.

Mais comme c'est sous forme de revenus annuels que se fait le service des dettes d'argent et que l'amortissement lui-même est le plus souvent échelonné sur une infinité d'échéances, l'énorme créance du pays se traduit en un afflux périodique et continu de petites créances. Chaque coupon de rente parvenu à échéance ouvre à la nation un droit nouveau sur l'étranger et l'ensemble de ces échéances partielles fait un roulement continu au terme duquel la France recouvre

annuellement deux milliards au moins de revenu et des fractions variables de capital.

Ce résultat se suffit à lui-même et pourrait être considéré comme une justification suffisante des placements à l'étranger mais, pour en saisir toute la signification, il faut le rapprocher des autres éléments de la situation internationale du pays. On voit alors quel rôle il joue sans l'équilibre général.

Tout se passe dans l'ordre des échanges internationaux comme si la France avait un commerce d'exportation suffisant pour faire pencher à tout moment la balance du commerce de son côté. Or les seuls éléments commerciaux de la balance extérieure donnent des résultats parfaitement contraires. *L'insuffisance des exportations* est l'un des défauts les plus visibles de notre état économique et la chose pourrait avoir de graves conséquences si le revenu des valeurs étrangères ne venait compenser le déficit commercial. Mais la France retrouve grâce à ses placements tous les avantages que cette situation lui ferait perdre.

Compensation à l'insuffisance des exportations, c'est un premier aspect du phénomène, mais il faut encore le considérer sous d'autres faces.

L'accroissement des importations entraîne les mêmes conséquences que la diminution des exportations. Le mal est le même : dans les deux cas la balance des engagements et des titres de créance du pays fléchit au profit de l'étranger et au détriment des commerçants nationaux. Dans ce cas comme dans le précédent, les revenus de valeurs étrangères viennent

faire compensation à l'endettement du débiteur et faciliter le règlement de la situation. Mais le phénomène envisagé à ce point de vue intéresse un gouvernement bien plus vivement que sous son autre aspect.

Quelque immunité qu'il doive à ses revenus étrangers, un grand peuple n'en continuera pas moins d'apporter tous ses efforts au développement de ses exportations. Les exportations portent toujours sur le maximum de ce que la production intérieure et les forces d'achats de la clientèle étrangère permettent de négocier. Les importations, au contraire, sont susceptibles de variations beaucoup plus amples. Les quantités sur lesquelles elles portent peuvent toujours être augmentées et généralement aussi diminuées. Il en résulte, pour les gouvernements comme pour les particuliers une certaine liberté d'appréciation sur la part qu'il faut faire chaque année à l'introduction des produits étrangers. La seule limitation des achats tient à la difficulté du règlement des dettes ainsi contractées. Leur exagération peut rendre nécessaire l'envoi au dehors d'une partie de la richesse du pays et particulièrement de l'or national. Cette crainte pourrait empêcher les gouvernements d'encourager certains achats pourtant utiles comme en cas de disette ou de mauvaises récoltes.

Si la balance du commerce s'équilibre tout juste, acheter des blés étrangers, c'est ouvrir une dette qui ne pourra être comblée qu'avec des ressources empruntées aux réserves les plus utiles de la richesse nationale. L'avenir du pays peut rester grevé de ces

charges qui diminuent les facultés budgétaires et peuvent obliger l'État à recourir à des emprunts. La France au contraire est en situation d'acheter librement tout ce qui est nécessaire à sa subsistance et à son bien-être. L'introduction des blés étrangers est toujours possible pour porter remède à l'insuffisance des récoltes. Les approvisionnements de toutes sortes que les circonstances peuvent rendre nécessaires on seulement opportuns, sont toujours possibles, sans qu'il y ait à craindre de provoquer des difficultés monétaires.

Et de fait, nous ne voyons pas que dans les dernières années, quelque large emploi qu'on ait fait des produits étrangers, la France ait une seule fois manqué de se trouver, par l'addition de ses ventes et de ses revenus mobiliers, bien au-dessus de ses achats.

Les statistiques du commerce extérieur font ressortir pour les dernières années à 1 et 2 milliards en moyenne l'excédent des importations.

	Importations	Exportations	Excédent des Importations
	—	—	—
1911 . . .	8.16	6.17	1.99
1910 . . .	7.17	6.23	0.95
1909 . . .	6.25	5.72	0.52
1908 . . .	5.64	5.05	0.59
1907 . . .	6.22	5.60	0.62
1906 . . .	5.63	5.26	0.57
1905 . . .	4.78	4.87	— 0.09

(Dizaines de millions).

Malgré cette dette annuelle importante, la situation commerciale du pays s'est toujours résolue favorablement. Les mauvaises récoltes, les approvisionnements de toutes sortes que la France a pu être obligée de faire au dehors, n'ont pas absorbé l'avance que lui donnent ses rentrées de revenus étrangers. Des crises dans la production qui, sans cela, eussent été vivement senties, ont eu leurs effets atténués par le service des coupons de rentes étrangères. Rien n'est plus instructif à ce point de vue que d'étudier la *progression du stock d'or* français et de la comparer avec les vicissitudes de notre commerce.

Quelle qu'ait été l'importance de nos achats, l'augmentation des réserves métalliques ne s'est pas interrompue depuis de longues années.

Mais qu'est-ce en définitive que cet or qui vient chaque année grossir les encaisses françaises, sinon le solde de nos comptes débiteurs et créditeurs et l'expression même du bénéfice réalisé par le pays dans ses affaires avec l'étranger ?

L'extrait suivant d'un tableau publié par M. Edmond Théry sur la répartition du stock monétaire de l'Europe, montre les progrès accomplis par la France entre les années 1898 et 1908 (1).

1. Extrait de l'*Economiste Européen*.

	Stock d'or en 1898	Id. en 1908 (millions de francs)	Différences en 1908
France.	4.053	6.600	+ 2.547
Allemagne	3.343	5.220	+ 1.877
Russie.	3.683	4.586	+ 903
Angleterre , . . .	2.190	2.900	+ 710
Italie ,	483	1.725	+ 1.142
Autr. Hongrie . . .	1.139	1.570	+ 431

Il résulte de ce tableau que la France a réalisé en dix ans une augmentation supérieure de plus d'un demi milliard à celle de n'importe quel autre pays du monde. D'où viendrait cet or qu'elle ne produit pas elle-même, s'il n'était le résultat de la supériorité de nos créances à l'extérieur ? Et ces créances elles-mêmes qui, nous l'avons vu, n'ont pas une origine commerciale, quelle serait leur nature si elles n'étaient pas proprement financières ?

Voici du reste de quel commentaire M. Thery accompagne le précédent tableau : « L'augmentation du numéraire-or aurait été bien supérieure à 2.547 millions si pendant la période considérée, la France n'avait prêté 17 milliards de francs à l'étranger (12 milliards en comptant les amortissements)... Théoriquement notre stock pouvait donc s'accroître de 19 milliards, mais cette somme se serait très fortement dépréciée car une thésaurisation d'or supérieure à la production mondiale elle-même aurait provoqué de telles difficultés monétaires que le plus grand nombre des débiteurs de la France se fussent trouvés dans l'im-

possibilité de tenir leurs engagements payables en or... Il est certainement regrettable qu'une aussi grosse somme ne se soit pas employée à développer les moyens d'action de notre industrie,... mais il est souverainement injuste de prétendre que ces placements à l'extérieur se font sans profit pour la France. »

Ce tableau et ces réflexions disent clairement que les valeurs étrangères n'assurent pas seulement à la France de magnifiques rentrées d'or, mais que leur importance dépasse même la mesure de ce qui peut être matériellement payé en or et qu'elles nécessitent ainsi presque automatiquement le remploi d'une partie de la somme en nouveaux titres étrangers.

C'est encore une conséquence de l'importance de nos revenus extérieurs que la *prédominance de changes avantageux* pour notre pays.

Bien qu'il n'y ait là que l'application des lois économiques les plus élémentaires, l'action des valeurs étrangères sur le change est si importante dans la pratique qu'elle doit être signalée à part.

Entre pays à monnaie normale, les cours des changes résultent de l'excédent de leurs dettes ou de leurs créances réciproques, de ce que l'on appelle fréquemment « la balance extérieure », Celle-ci s'équilibre à son tour d'après différents facteurs parmi lesquels le commerce fut longtemps considéré comme exerçant une influence prépondérante. Les changes d'un pays ressentent en effet d'une manière constante le contre-coup de la situation commerciale, et s'élèvent

lorsque le pays se trouve engagé vis-à-vis de l'étranger pour s'abaisser quand les créances des commerçants nationaux reprennent le dessus.

A côté des relations commerciales interviennent encore les dépenses des nationaux d'un pays dans un autre, les encaissements faits sur les transports internationaux, les envois de fonds quelle que soit leur origine. Tous ces éléments ont été longtemps les seuls à agir sur les changes internationaux qui avaient alors un caractère presque exclusivement commercial. Ils ne le sont plus aujourd'hui. Les milliards expédiés par les pays prêteurs aux pays emprunteurs ont pris leur place dans cette balance extérieure. Et les milliards renvoyés par les emprunteurs à titre de revenus et de remboursements y figurent également.

Par l'introduction et le développement de ce facteur nouveau, la balance extérieure, source normale de change, a pris un caractère bien différent. C'est ce que signalait dès 1900 M. Ed. Thery dans le passage suivant (1) : « Il y a une cinquantaine d'années, les chèques, les traites à vue ou à terme et les lettres de change faisant l'objet du commerce des changes internationaux avaient exclusivement pour origine des opérations commerciales sur marchandises ou sur matières d'or et d'argent. De nos jours on peut dire que ces opérations sont passées au second plan

1. *Le change et les valeurs mobilières*. — Rapport au Congrès des valeurs mobilières. Paris 1900.

et que les mouvements de change provoqués par l'achat, la vente de valeurs mobilières et les opérations d'arbitrage, ont pris le premier rang. »

S'il faut maintenant préciser les situations dans lesquelles le règlement des emprunts étrangers influence les changes des pays intéressés, nous voyons qu'il existe deux courants principaux de numéraire. Le premier va du pays prêteur vers les pays emprunteurs et transporte le capital des emprunts souscrits; le second courant suit une direction inverse et ramène l'argent du pays emprunteur au pays prêteur sous forme de revenus ou de remboursements. Ces deux mouvements agissent sur la situation respective des deux pays et trouvent par conséquent leur expression dans le cours des changes, mais non pas d'une façon identique ni comparable.

C'est que le premier courant, celui qui emporte le capital de l'emprunt est un mouvement momentané et qui ne se produit qu'une fois, tandis que l'autre (mouvement de retour des revenus et de remboursement des capitaux, celui-ci se faisant le plus souvent par fractions successives ou par annuités) est un mouvement continu, destiné à se poursuivre sans interruption du pays débiteur vers le pays qui achète les titres jusqu'au jour de l'extinction définitive de la dette.

Pour résumer la situation, un emprunt souscrit par la France en faveur d'un état étranger donne lieu :

1° Au moment de l'émission à un envoi de fonds

qui tendra à déprécier *momentanément* le change français et à améliorer le change étranger ;

2° Pendant tout le cours du service du revenu et de l'amortissement du capital, à des rentrées d'argent étranger en France qui amélioreront *d'une façon continue* le change français au détriment de celui de l'état endetté.

Par cela même que l'émission est un fait exceptionnel et qui ne se produit qu'une fois, les banquiers chargés de l'emprunt peuvent assez souvent faire en sorte d'atténuer ses effets sur le change. Aussi peut-on assister à des émissions de gros emprunts sans que le cours des changes paraisse en porter la moindre trace.

Dans certains cas il n'y aura même aucun mouvement de capitaux. C'est ce qui aura lieu si l'emprunt souscrit en France est employé en commandes à l'industrie française.

Les banquiers, du reste, ne sont pas toujours obligés d'en verser immédiatement le montant. Dans bien des cas l'emprunteur leur en laisse la garde jusqu'au moment où ses besoins se réalisent. Dans ce cas nos banques peuvent profiter de ce délai pour saisir des occasions favorables, des cours de changes avantageux. Mais lors même que le règlement se fait de façon plus rapide, leurs propres réserves, l'importance de leur portefeuille et les réserves monétaires du marché français leur donnent une large aisance pour le règlement de leurs expéditions.

Inversement l'emprunteur peu faire coïncider cette

rentrée exceptionnelle de fonds avec un état particulier de ses changes. On cite le cas du Brésil qui au début de 1911 paya un excédent anormal d'importation avec l'argent d'un emprunt qu'il émettait à ce moment en Europe. Il n'y eut aucun mouvement de fonds.

Ainsi l'envoi du capital d'un emprunt n'influence pas le change d'une façon durable. Il en est tout autrement du service des revenus et de l'amortissement. Il ne s'agit plus ici d'une dette unique que l'expérience des financiers peut habilement écouler dans les variations des relations financières des États entre eux.

La succession des échéances crée un courant sans cesse renouvelé de dettes envers le pays qui a consenti l'emprunt. Pour se libérer de ce service continu, vis-à-vis de son créancier, le pays obéré devra, par tous les autres facteurs de la balance extérieure, se procurer des articles de paiement envers la nation créancière. Si son commerce d'exportation, ses réserves d'or ne lui procurent pas assez de moyens de paiement, il devra acheter des traites sur son créancier, c'est-à-dire que *le cours de change s'élèvera chez lui*.

Inversement le pays qui a souscrit l'emprunt devenant titulaire d'autant de créances sur l'étranger que cet étranger avait de dettes envers lui, aura dans toutes ses créances des moyens de libération vis-à-vis de l'autre nation. Les titres de paiement abonderont, c'est dire que *le change baissera*, sera plus favorable. Et lorsqu'il s'agit de la France, c'est-à-dire d'une na-

tion qui possède des titres d'emprunts de la plupart des pays du monde, on voit quelle aisance les changes du pays peuvent puiser dans notre situation de créanciers universels.

Aussi les changes nous sont-ils à peu près constamment favorables.

Facilités à l'importation, aisance des changes, rentrées d'or régulières : telles sont les manifestations essentielles d'un phénomène unique sur lequel il convient de jeter un coup d'œil rétrospectif pour l'embrasser dans son ensemble.

La France, créancière de l'étranger pour plus d'argent qu'elle n'en doit elle-même, perçoit les arrérages de cette dette constamment ouverte, sous trois formes : marchandises, numéraire ou titres.

Si le règlement s'effectue en marchandises, c'est alors l'importation française qui bénéficie de plus larges facilités. Mais comme elle n'absorbe jamais le montant total des engagements financiers de l'étranger, les débiteurs, amenés à rechercher toutes les traites payables à Paris pour faire compensation avec leurs dettes c'est le change qui profite, en second lieu, du privilège de la nation créancière.

Si les opérations de marchandises ne suffisent pas à éteindre la dette étrangère, l'or peut servir à son tour à en régler le complément. Et nous avons vu que les réserves métalliques de la France s'accroissent chaque année par ce mode de paiement. Mais la dette dépasse encore la mesure de ce que les quantités d'or disponibles permettent de solder en espè-

ces. Force est donc, en définitive, de recourir aux valeurs mobilières.

C'est en nouveaux titres que l'étranger s'acquitte, en dernière analyse, du solde de ses obligations envers la France. Les rentes nouvelles servent en grande partie à régler le montant des arrérages résultant d'emprunts déjà émis, et l'on voit que le portefeuille étranger se renouvellera par la force des choses, de lui-même, tant que la France, pressée par des besoins nouveaux et inattendus, ne consommera pas intégralement la totalité de ses revenus financiers.

Deuxième fonction économique des valeurs étrangères Leur emploi comme moyens de paiement

Les coupons de valeurs étrangères sont, avons-nous dit, autant de créances sur l'étranger. A ce titre ils comptent parmi les facteurs de la balance extérieure et tendent même à y jouer le principal rôle. Mais cette fonction en implique une autre qui mérite d'être signalée à part à cause de sa grande utilité pratique. Les valeurs mobilières sont un précieux article de paiement ; les valeurs étrangères sont le mode de règlement tout indiqué des échanges internationaux.

Chaque titre de rente, chaque action de société représente un titre de paiement dont le montant peut être encaissé sur la place étrangère où le titre est payable. Et ces titres offrent généralement les plus grandes

commodités à une circulation active. Lorsqu'ils sont au porteur leur transmission s'effectue dans les conditions d'une véritable monnaie. Mais à la différence du papier leur valeur est certaine et n'est pas soumise aux aléas de la circulation de celui-ci, non plus qu'à la garantie des encaisses métalliques. Leur valeur résulte de la signature de l'établissement débiteur et du crédit de celui-ci. Les valeurs mobilières sont des créances et par là se rapprochent d'avantage (comme moyens de règlement) des effets de commerce. Mais leur circulation échappe à toutes les règles qui concernent la transmission de ces effets et le titre au porteur passe de mains en mains sans formalités.

Les valeurs mobilières sont devenues une véritable monnaie. Toutes les richesses dont elles expriment l'existence y sont rendues aliénables lors même que ce sont des apports moraux ou des participations intellectuelles. Le cours de la Bourse donne une valeur définie à ces éléments et les transforme en quantités échangeables et recevables en paiement. De plus, c'est une monnaie internationale parce qu'elles peuvent être vendues dans tous les marchés, en particulier lorsqu'elles sont payables dans une monnaie certaine et principalement en or.

Ainsi les coupons de rente vont de place en place servir au règlement des affaires, ils s'expédient avec la plus grande aisance et rendent dans le jeu ordinaire des échanges les services les plus appréciables.

Dans les relations journalières des places entre elles, ils ne sont toutefois qu'un moyen de plus, par-

ticipant avec d'autres au règlement des affaires internationales. Mais leur rôle est encore plus intéressant à étudier dans les cas exceptionnels ou par suite des circonstances un pays se trouve endetté d'une manière anormale vis-à-vis d'un autre.

Dans ce cas les valeurs étrangères sont devenues un moyen extrêmement savant de régler des situations parfois délicates.

Un exemple souvent cité est la vente que fit la Banque de France en 1847 de 40 millions de rentes sur l'État français. Il avait fallu importer des blés de Russie. En vendant au tsar des rentes de l'État français la Banque acquittait la dette de la France envers la Russie et au lieu d'avoir à expédier de son numéraire, ce fut la France qui eut à recevoir un solde métallique de la Russie.

Nous parlerons ailleurs d'un autre exemple mémorable et des services rendus à la France en 1872 par le portefeuille de rentes étrangères dont la négociation a permis le règlement de l'indemnité de guerre.

Troisième fonction économique des valeurs étrangères. Constitution d'une réserve de capitaux réalisables.

Les effets étrangers souscrits ou achetés par des capitalistes français sont généralement négociables au moins sur deux places : celle de Paris et celle de leur pays d'origine.

A Paris leur réalisation en bloc pourrait présenter de sérieuses difficultés en cas de crise, faute d'acheteurs. Dans les pays d'origine, au contraire, l'opération sera toujours partiellement exécutable parce que les crises ressenties à Paris n'atteindront pas aussi vivement les marchés éloignés, et parce que les nationaux des états intéressés seront toujours disposés à racheter des titres provenant de chez eux à des cours avantageux.

Dans la mesure où une même secousse ne viendra pas bouleverser de fond en comble tout le marché universel, les emprunts étrangers souscrits par la France constituent donc autant de réserves particulières, partiellement réalisables contre les défaillances de l'activité nationale.

Les risques couverts par cette espèce d'assurance sont de deux sortes : c'est d'abord le risque financier inhérent au placement même, risque de perte ou de baisse que tout capitaliste doit prévoir sur les uns ou les autres de ses titres. Le remède est fourni par la variété des emprunts étrangers tout comme un particulier se garantit contre la baisse de ses valeurs en divisant ses placements sur des pays ayant une prospérité assise sur des bases différentes.

Mais comme un État moderne est une personnalité dont le portefeuille se compte par dizaines de milliards, s'il a une partie considérable de ses biens nationaux placés au dehors, il trouve alors, dans son portefeuille étranger, une assurance non plus contre certaines pertes partielles mais aussi contre les crises

qui peuvent atteindre la productivité nationale elle-même. L'indemnité sera plus ou moins élevée selon que la prime payée par les sujets de cet État, en achat de valeurs étrangères, aura été plus ou moins forte.

S'agit-il d'une perte partielle, le revenu du patrimoine placé à l'étranger rentrera en France au lieu de se replacer au dehors et la difficulté sera passée sans avoir presque été ressentie par personne.

Mais s'il s'agit d'une crise soit commerciale, soit financière qui jette dans le désarroi toute la production nationale et fasse disparaître comme par enchantement tous les capitaux disponibles, à plus forte raison s'il s'agit d'une crise politique qui précipite à la fois tous les bouleversements, sans prévision possible ; c'est alors que l'on recourra avec précipitation au portefeuille étranger dont la réalisation amènera, dans une mesure proportionnée à son importance, le soulagement désiré.

Ainsi entre en jeu le seul remède, le remède presque unique que la science économique ait jusqu'ici opposé aux crises. Certes, à l'égard de cette menace, la plus grave peut-être qui pèse sur la vie économique des nations, la science a réalisé d'utiles découvertes. Elle a démasqué la crise, signalé sa marche rampante, de sorte qu'aujourd'hui le producteur avisé ne peut plus se dire surpris par son apparition. Mais pour être informés du mal qui se prépare, les producteurs n'en sont pas, pour cela, mieux armés pour le combattre. Quand la crise sévit, les réserves réalisables

soient vite épuisées et le producteur se retrouve, encombré de papiers, dénué de capitaux, dans l'impossibilité de transformer en numéraire les titres qu'il possède.

S'il peut, alors, revendre sur des places moins atteintes les valeurs étrangères de son portefeuille, et renvoyer à leur pays d'origine des titres moins dépréciés sur leur propre marché que sur le nôtre, il réalisera ainsi de précieuses disponibilités. Et lorsque ce n'est plus un particulier mais le pays tout entier qui se livre à cette opération, il se produit un grand retour de capitaux vers l'intérieur de ce pays et le déficit momentané se trouve comblé sans recours à des expédients coûteux ou provisoires. Il a suffi de l'entrée en jeu de la plus forte de nos réserves financières (40 milliards pour la France), réserve soustraite par son expatriation aux vicissitudes du marché français. Il est vrai que cette réalisation ne se fera pas sans malaise vu la solidarité des marchés financiers et la probabilité que la crise atteindra ceux du dehors en même temps que celui du dedans. Mais qu'une seule place soit moins atteinte et l'opération que nous avons décrite y puisera quelques capitaux.

Telle est encore l'heureuse influence des placements étrangers dans les moments de crises. « Ils réalisent, par l'établissement de communications incessantes entre les marchés financiers, ce à quoi aucune encaisse métallique accumulée dans les banques d'émission, aucun grenier d'abondance édifié dans l'en-

ceinte des villes n'a jamais pu suffire, la constitution d'une réserve pour ainsi dire indéfinie, grâce à laquelle une nation traverse aujourd'hui sans secousse trop violente des épreuves qui bouleversaient jadis sa situation économique (1). »

Il est impossible de ne pas illustrer ces réflexions d'une mention pour l'exemple historique du règlement de l'indemnité de guerre de 1870-1871. L'opération décrite par M. Léon Say dans son *Rapport sur le paiement de l'indemnité de guerre* (2) s'est résolue en un simple envoi à Berlin de créances sur les places étrangères obtenues par les Français en vendant les rentes qu'ils possédaient sur les États européens. « Les choses se sont passées comme si les 5 milliards avaient été remis à Berlin en titres de rente et comme si les Français avaient envoyé leurs épargnes à Berlin pour racheter ces titres. »

Ainsi le règlement de la dette la plus mémorable qu'un pays ait jamais due à un autre s'est effectué sans déchirements grâce à la réserve de capitaux disponibles que la France possédait en rentes étrangères.

1. R. L. Levy. Rapport au Congrès international des valeurs mobilières. Paris, 1900.

2. Ce rapport se trouve en annexe à la *Théorie des Changes* de Goschers.

3. Amanné. *Monnaie, Crédit et Change*, p. 78.

Quatrième fonction économique des placements à l'étranger : ouverture de nouveaux débouchés aux produits de la nation exportatrice.

Nous avons réservé pour la fin cette fonction des placements étrangers qui par sa généralité aurait pu figurer en tête du chapitre. C'est qu'il ne s'agit plus ici d'une conséquence nécessaire et logique du phénomène, mais d'une éventualité plus ou moins naturelle et plus ou moins incertaine.

« Prêtez vos capitaux aux pays d'avenir, aux contrées qui n'ont pas encore pris leur place dans la vie économique internationale mais dont les richesses naturelles garantissent sûrement le développement futur. Faites-leur les avances nécessaires à la mise en œuvre de leurs ressources, et vous ouvrez pour l'avenir un large champ d'affaires à l'initiative de votre pays. L'argent momentanément immobilisé dans ces terres incultes vous sera rendu au centuple le jour où se seront élevées des cités actives sur le sol défriché par vos deniers. Les populations dont vous aurez facilité l'éclosion se retourneront vers vous pour vous acheter les objets manufacturés dont elles auront besoin. C'est à vous qu'elles demanderont et les ingénieurs capables d'édifier des lignes de chemins de fer et le personnel nécessaire à leur exploitation. Ainsi seront ouverts de larges courants et le rayonnement du pays prêteur s'étendra sur les con-

trées fertilisées par ses capitaux. » Tel est le thème dont le développement se retrouve dans les ouvrages des plus optimistes libéraux.

Et sans doute il serait normal que la reconnaissance put lier les notions débitrices à leurs bailleurs de fonds de façon assez étroite pour que des courants réguliers d'affaires s'établissent entre ces derniers.

Quoi de plus naturel pour le pays commandité que de réserver à l'auteur de sa fortune les achats dont il doit se fournir au dehors ? Les régions que l'argent français a non seulement enrichi mais parfois tirées du néant depuis moins d'un siècle devraient être autant de marchés ouverts à nos exportations et animés d'une préférence avérée envers nos produits. Exportation non seulement de matériaux et de marchandises, mais également exportation d'hommes et d'idées.

Or, en ce qui concerne la France, il n'est pas besoin de dire que cet état de choses est loin d'être réalisé.

Est-ce à dire cependant que nous ne retirions aucun bénéfice de cette nature de nos avances de capitaux ?

En ce qui concerne l'exportation des individus (ou pour éviter cette expression choquante, ce qu'on a appelé l'exportation des capacités), il serait faux de dire que la France ne retire rien de ses sacrifices.

Dans la mesure où la natalité française et l'esprit sédentaire de la race le permettent, nos arts et notre industrie sont largement représentés au dehors. En Orient, en Extrême-Orient, dans nos colonies et dans

l'Amérique latine, l'art de nos ingénieurs a élevé des travaux qui font honneur à la France.

Sur le chapitre des exportations de marchandises il est vrai que l'on ne saurait se montrer satisfait, mais bien des causes entrent en ligne de compte dans la situation faite par l'étranger à nos produits et si l'on dégage la participation des avances de fonds françaises au résultat final on peut affirmer qu'elle tend plutôt à conserver à notre commerce des marchés qu'il perdrait si la banque ne prêtait son concours à l'industrie.

Et quand il serait vrai que, par l'ingratitude de ses débiteurs, la France se vit frustrer de ses légitimes espérances, devrait-on condamner les placements à l'étranger d'une façon radicale et définitive ?

Il faut envisager la situation non seulement telle qu'elle est mais telle qu'elle pourrait être et prévoir non seulement l'indifférence mais l'hostilité de nos emprunteurs. Telle est, du reste, la nature des relations commerciales de la France et de l'empire allemand où, malgré le Gouvernement et malgré l'opinion, les capitaux français prennent de jour en jour une place plus considérable. Qui dira que la participation de nos intérêts aux bénéfices d'une industrie même rivale de la nôtre n'ait pas son intérêt ? N'y a-t-il pas dans la prise de possession des entreprises germaniques par les capitaux français une heureuse compensation aux empiétements continuels de leur industrie sur notre marché ?

La paisible situation d'un État rentier est la pire

où risque de tomber la France par suite de ses exportations de capitaux. Moins bonne, au point de vue économique que celle de producteur, elle a bien pour elle quelques avantages lorsqu'elle s'ajoute aux richesses mises en œuvre par le travail d'une nation active et industrielle.

CHAPITRE II

Attaques dirigées contre les placements en valeurs étrangères.

Portent-ils préjudice à la production nationale ?

Il ressort du chapitre précédent que les valeurs étrangères ont un rôle essentiel dans l'équilibre de notre situation économique.

Elles sont, malgré cela, si vivement critiquées que nous ne pouvons aller plus loin sans avoir examiné les objections de leurs adversaires et adopté une conclusion sur leur opportunité.

Les économistes de certaines écoles ont, de tout temps, fait des réserves sur l'exportation des capitaux. Nous étudierons leurs arguments. Mais ces arguments ont été repris et développés par d'autres milieux qui nous inspirent moins de confiance.

L'opinion publique menée par quelques publicistes ayant cru découvrir dans la recherche des valeurs étrangères des marques de désintéressement national s'est élevée contre eux. La presse l'a suivie et le débat est allé jusqu'au Parlement où par la force des choses il s'est grossi de raisons politiques. Les groupes socialistes se sont faits les dénonciateurs de l'émigration de l'épargne, et comme ils ont actuelle-

ment la voix haute, on n'entend plus parler que de la trahison des capitaux français.

Mais il est aisé de croire qu'ainsi retiré de la sphère des discussions économiques, le débat, s'il a gagné de l'ampleur, a perdu quelque chose en précision. Le seul fait que les socialistes les plus avancés soient devenus les champions de l'épargne vulgairement appelée « capital », fait supposer que les valeurs étrangères pourraient bien n'être qu'un prétexte à de plus anciennes querelles.

Si l'on jette un regard indiscret dans les dessous de cette mystérieuse situation, on s'aperçoit bientôt que la polémique ne vise en réalité que les grands établissements de crédit et que les partis avancés, voyant en eux une puissance économique redoutable, cherchent à les discréditer par leurs émissions de valeurs étrangères.

On voit, par suite, qu'il ne faut avancer qu'avec circonspection dans les dédales d'une controverse aussi obscure.

Nous examinerons en premier lieu tout ce qui se présente comme des arguments ; nous verrons ensuite le cas qu'il faut faire des préjugés répandus dans le public sur l'indifférence patriotique des capitaux ; enfin, nous relèguerons hors de cette étude les plaintes émanant de politiciens mal informés ou de financiers intéressés et nous conclurons sur la place qu'il convient de faire, dans une saine organisation économique, aux placements étrangers.

Le Protectionisme financier

L'économie politique libérale serait disposée à laisser les capitaux vaquer librement à la recherche d'emprunts avantageux. Elle les laisserait, si l'on veut, ruisseler autour du globe comme des eaux cherchant une terre à fertiliser. On sait que pour les partisans les plus logiques de cette école le bien économique serait réalisé dès l'instant où les capitaux auraient trouvé l'emploi rémunérateur qu'ils désirent et lorsque les emprunteurs auraient pu se procurer l'argent dont ils ont besoin.

A l'inverse, les partisans d'un protectionnisme intégral voudraient voir le cours de ces mêmes rivières de capitaux endigué, canalisé et amené par de savants travaux au point exact où leur emploi peut être le plus profitable au développement de l'industrie nationale. Ils tourneraient des douanes contre l'exportation des capitaux comme ils en élèvent contre l'importation des produits rivaux.

Bien entendu ces deux affirmations sont également excessives et ne servent qu'à caractériser les positions des deux doctrines au regard des capitaux à placer. On a vu du reste que tout en reconnaissant à la liberté des capitaux de grands avantages nous n'avons jamais admis l'idée de leur divagation à travers le monde sans principes et sans raisons et que nous avons toujours considéré le point de vue national

comme s'imposant dans la question de l'emploi des deniers d'un pays. Nous allons rechercher dans le même esprit ce qu'il peut y avoir à adopter dans les principes des protectionnistes.

L'école protectionniste oppose aux bénéfices réalisés par les porteurs de rentes et d'actions étrangères le préjudice causé à la production nationale.

S'il est vrai que ces deux ordres d'intérêts soient inconciliables, lequel des deux doit l'emporter ? Tout le problème des placements à l'étranger tient dans cette question.

Les capitaux prêtés appauvrissent-ils un pays ?

Pour garder au débat toute sa signification, il faut commencer par en écarter les exagérations manifestes dont il a été grossi et ne réserver pour un examen approfondi que des opinions raisonnées.

Parmi les expressions imagées dont on s'est servi pour entraîner l'opinion contre les valeurs étrangères, il en est une particulièrement excessive et que nous écarterons sommairement, c'est celle qui consiste à dire que les capitaux prêtés à l'étranger sont une source d'appauvrissement.

Etant donné que les fonds s'expatrient principalement pour trouver un revenu plus élevé, on ne voit pas bien comment étayer le paradoxe de l'appauvrissement. Il n'y aurait d'appauvrissement à propre-

ment parler que dans la mesure des banqueroutes de nos débiteurs, et l'on voudra bien que ces pertes, pour douloureuses qu'elles aient été, n'en restent pas moins exceptionnelles.

Elles sont du reste inhérentes aux placements nationaux comme aux placements extérieurs. Enfin nous estimons que si elles sont encore trop fréquentes, le moyen d'en atténuer l'importance est de rendre notre marché plus accessible aux valeurs étrangères, de manière à ne pas rebuter les meilleures d'entre elles, et de ne pas décourager la bonne clientèle par de nouvelles difficultés.

Mais ce n'est pas à ces pertes brutales que font allusion les théoriciens de l'appauvrissement. Ils méconnaissent l'importance du revenu de notre portefeuille étranger et veulent que cet argent prêté soit comme aliéné, en quelque sorte perdu, sinon pour le capitaliste, au moins pour l'économie nationale et les forces productives du pays.

Pour réfuter cette opinion, il suffit d'invoquer, en regard des pertes ressenties par l'épargne, les remboursements des emprunts à l'étranger, les primes qui les accompagnent, les plus-values réalisées sur certaines valeurs et qui sont relativement fréquentes sur les actions industrielles, enfin et surtout, le revenu des fonds engagés dont l'évaluation atteint, avons-nous dit, 2 milliards.

Ces deux milliards sont le revenu d'une somme que nous avons évaluée, plus haut, à une quarantaine de milliards en capital.

Placée en France, qu'aurait pu rapporter une pareille somme? La comparaison est des plus simples. Encore voulons-nous bien ne pas tenir compte de la baisse d'intérêt qui serait survenue par suite de la concurrence de ces capitaux avec ceux de l'intérieur. Nous supposerons même, contre toute évidence, qu'il aurait été possible de trouver des emplois pour un aussi gros capital, à l'intérieur même du pays. Au taux actuel de 3 ou 3 1/2 %, c'est 1.200 à 1.500 millions que la somme aurait pu rapporter. Comparés aux 2 milliards qui nous reviennent du dehors, c'est un bénéfice annuel de 500 millions que la France aurait manqué de réaliser, soit en dix ans un denier de 5 milliards qu'elle doit aux placements étrangers. Même en en déduisant les pertes, il n'y a pas là une source d'appauvrissement pour le pays.

Et comme ce chiffre de revenu dépasse généralement la somme des emprunts nouveaux que la France souscrit au dehors, les fruits du travail actuel de la France ne passent plus nos frontières et cette source précieuse de rentrées se renouvelle désormais d'elle-même.

Que si l'on veut démontrer par d'autres moyens l'inexistence de ces assertions, l'exemple de l'Angleterre est suffisamment convainquant. Ses revenus de fonds étrangers évalués à 4 milliards (d'après le *Statist*) l'auraient réduite à une fâcheuse situation s'il y avait là un germe de dépérissement.

Enfin l'abondance des capitaux disponibles parle

elle-même assez haut contre l'hypothèse d'un appauvrissement national.

Mais si la thèse ainsi posée contient plus d'exagération que de vérité, la même idée a été émise par les économistes dans des termes plus modérés.

Les économistes décomposent le tort fait à la nation en deux catégories d'arguments :

1° Les capitaux exportés favorisent la concurrence étrangère ;

2° Leur émigration cause un préjudice aux producteurs nationaux qui eussent pu les mettre en valeur et auxquels ils font justement défaut.

Les capitaux prêtés et la concurrence étrangère.

Question des compensations commerciales

Si les placements étrangers sont conformes à l'intérêt des particuliers, conviennent-ils également à la collectivité ? N'apportent-ils pas au contraire aux nations rivales de la nôtre un concours préjudiciable aux intérêts des producteurs français ? C'est cette embarrassant problème qui fait le fond de la polémique engagée autour des valeurs étrangères. Les industriels et les commerçants de France s'unissent pour protester contre l'aide offerte à leurs concurrents. Ces plaintes partent, il est vrai, de milieux privés et intéressés, mais elles sont signées de personnalités assez autorisées pour justifier un sérieux examen. En

outre elles ont été adoptées par les écoles d'économistes où l'intervention de l'État est en honneur.

Le fait, en lui-même, n'est pas niable. Toute somme d'argent prêtée par la France à une autre nation, quelle qu'en soit la destination, vient s'ajouter aux disponibilités existantes sur le marché de l'emprunteur et créer, par suite, une aisance dont pourront profiter les concurrents de notre industrie.

Et la concurrence envisagée à ce point de vue, ce n'est pas seulement telle ou telle maison qui fabrique des produits similaires à ceux de telle ou telle maison française, c'est l'activité économique tout entière du pays considéré. Dans un pays doté d'une économie nationale complexe, tous les services et toutes les entreprises se soutiennent et se pénètrent mutuellement. L'argent d'un emprunt, fût-il employé aux dépenses les plus improductives, à des fortifications ou à des percements d'avenues, apportera toujours, en dernière analyse, un égal profit à la multiplicité des intérêts particuliers dont la somme compose l'intérêt national.

L'argent est essentiellement convertible en richesses les plus diverses : c'est sa raison d'être. Aujourd'hui numéraire, il sera demain canons, chemins de fer, usines ou tout autre chose, mais il ne comporte pas de ces spécialisations qu'on veut lui donner en proposant de concéder des emprunts ou de les retirer selon la nature des travaux à réaliser ou selon les bénéficiaires éventuels des commandes.

De là vient que rien n'est vain comme les protes-

tations émises contre les emprunts, lorsqu'ils ont une fin militaire. Si dans le même pays notre argent commandite des chemins de fer et se refuse à des prêts destinés à l'armée, n'est-il pas visible que nous nous laissons impressionner par la seule étiquette des opérations ? L'argent prêté dans un but ne créera-t-il pas des sources de disponibilités dont le contrôle ne nous appartient plus ? La prospérité générale qui résultera de nos premières avances fournira journalièrement l'argent de dépenses qui ne nous seront peut-être pas agréables. Et qui veut empêcher que l'argent prêté aux chemins de fer ne libère une somme équivalente qu'un État pourra consacrer à ses canons ?

Si l'on veut reprendre la comparaison classique entre les grands organismes économiques que sont les nations modernes et des organismes vivants, l'argent est naturellement comme le sang de ces grands corps artificiels. L'argent prêté d'un pays à un autre apporte à ce dernier un surcroît de vie et de force, mais ce surcroît ne reste pas localisé dans certains membres. Il est entraîné dans la circulation propre de celui qui le reçoit et renvoyé par les mouvements du cœur à tous les points de périphérie.

Pour revenir à un langage plus commercial il n'est pas douteux que toute somme prêtée par la France, soit en dépôts de fonds, soit en escompte de papier commercial, mais à plus forte raison en achat de valeurs mobilières et en placements à long terme, ait pour effet de relever le crédit de l'État emprunteur, de créer chez lui une abondance et des disponibili-

tés de capitaux dont les effets (diminution du taux de l'escompte, etc.) profiteront immédiatement à toutes les branches de la production.

L'appui prêté par nos capitaux à la concurrence étrangère n'est donc pas douteux et la discussion ne portera pas sur la réalité du fait, mais sur ses conséquences.

Non seulement les avances financières de la France profitent à ceux à qui elles sont faites, mais elles profitent encore à nos rivaux. En outre on constate souvent qu'aucune réciprocité n'existe de la part des pays dont nous avons souscrit les titres. C'est souvent avec eux que nos relations d'affaires sont les moins bonnes. Ce sont encore ces États qui font à nos exportations les conditions les plus défavorables ou qui méconnaissent la valeur des produits de notre industrie.

Nous avons dit nous-mêmes dans un précédent chapitre que l'une des conséquences normales de la souscription des emprunts étrangers devait être la création d'un courant d'affaires réciproque et l'ouverture d'un commerce d'exportation du pays prêteur vers celui qui emprunte. Ce résultat n'est, dit-on, pas obtenu, et ce serait même le contraire qui serait vrai. Les États qui nous doivent leur outillage seraient les plus mal disposés envers nos produits. Ainsi, dans presque tous les cas l'argent exporté par la France irait subventionner ses rivaux, allemands, américains, belges ou anglais. Jamais le travail national n'y trouverait le moindre encouragement. En sorte qu'un état

d'esprit très répandu s'est créé pour inviter le Gouvernement à faire des avantages commerciaux la condition de la conclusion des emprunts.

Cette théorie soulève un certain nombre de questions qu'il faut examiner successivement. Est-il vrai d'abord que les mauvais procédés soient ordinairement la rétribution de nos avances. A cette première question nous n'hésiterons pas à répondre : souvent.

Les organes des groupes protectionnistes et du monde industriel en ont relevé une infinité d'exemples (1). Contentons-nous de caractériser la situation.

Pour l'Europe, la Russie a incontestablement droit au titre de prince de nos débiteurs. Quel accueil fait-elle à nos produits ? Le moins brillant ; et l'on s'accorde à dire que la convention douanière que nous avons conclue avec elle est la plus défavorable de toutes celles qui nous lient.

Quant à l'Espagne qui dans l'ordre de nos créances vient en second lieu, c'est elle qui a fait déborder la coupe et ses procédés nous ont amenés à la réforme douanière.

Hors d'Europe les républiques sud-américaines qui nous doivent également beaucoup donnent l'exemple de l'indifférence la plus complète à notre égard et leurs procédés pourraient parfois être considérés comme de véritables provocations. La République Argentine et le Brésil vivent sous la tutelle d'un ré-

1. Voir notamment le *Bulletin de la Fédération des industriels et des commerçants français*, (année 1909.)

gime douanier très rigoureux dont les exigences sont naturellement contraires aux importations étrangères : mais les articles qui visent la production française et notamment ceux qui concernent les produits de luxe y sont surélevés au delà de toute mesure et le Brésil aurait, peut-être, la palme de l'ingratitude vis-à-vis de l'argent français (1).

Les statistiques commerciales montrent le déficit qui résulte pour la production française de l'insuffisance des achats de nos débiteurs.

Voici, pour nous en tenir à des constatations très générales, la part de trois ou quatre pays que l'on peut compter comme des « clients sérieux » de notre épargne, dans le commerce extérieur de la France. On jugera si la proportion paraît suffisante, notamment en ce qui concerne les exportations c'est-à-dire les achats des pays considérés à la production française :

1. Tandis qu'en 1900 la France réduisait à 20 francs par 100 kgr. le droit de consommation sur le café, contre le seul maintien du *statu quo* pour les importations françaises au Brésil, ce dernier pays n'a fait que surélever ses droits contre nos produits, et a déjà dépassé le tarif maximum dont la France était menacée si elle n'avait pas consenti la réduction sur le café. On se rappelle également l'incident de la mission militaire.

	Russie		Turquie		Argentine		Brésil	
	Importation	Exportation	Importation	Exportation	Importation	Exportation	Importation	Exportation
	(millions de francs)							
1911.....	412,6	55,5	100,2	82,2	364,9	171,9	155,1	78,3
1910.	337,3	87,5	96,1	72,9	302,9	162,8	167,2	68,8
1909.....	287,7	63,1	98,6	68,3	301,7	128,3	134,4	55,7
Montant approximatif des capitaux français prêtés.)	12 milliards		2 milliards		1 milliard 1/2		2 milliards 1/2	

Il n'est pas exagéré de prétendre qu'il y a de pénibles disproportions dans les chiffres du précédent tableau et que la France devrait normalement retirer plus de fruit de ses avances de capitaux.

Mais les choses vont parfois plus loin. Avec plus ou moins de délicatesse nos emprunteurs font souvent des émissions en France pour solder le prix de leurs achats aux manufactures anglaises ou allemandes.

On a cité le Japon qui, du produit de ses différents emprunts, a fait des achats dans les principaux pays industriels. Les États-Unis, l'Angleterre, l'Allemagne y ont eu leur part. La France n'y a pas participé.

Un autre exemple mémorable est celui des canons argentins. Ici la dépossession de l'industrie française était manifeste. Aux droits que nous donnait la conclusion de l'emprunt se joignait la supériorité reconnue par concours des canons du Creusot. Mais par suite d'une pression diplomatique la commande pas-

sait à Essen et la république prétendait faire payer à la France une marchandise acquise dans de telles conditions.

Nous trouvons l'expression la plus juste de cet état de choses dans les termes d'un agent consulaire français (1) : « Notre argent, dit-il, a favorisé les progrès de l'industrie allemande et servi de véhicule à l'influence de nos voisins. »

Ainsi la France ne retire pas de ses avances de capitaux le stimulant commercial qui devrait naturellement en résulter. On ne saurait pourtant affirmer qu'elle n'en retire rien, mais ce qu'elle y trouve est peu de chose.

Les industriels français se sont emparés du fait ; ils ont vu là un motif après bien d'autres pour réclamer la protection du pouvoir et un prétexte à faire servir la finance au placement de leurs marchandises en accréditant dans l'opinion l'idée des *compensations commerciales*.

On a rejeté tout le poids de la situation que nous avons exposée sur la finance. « C'est elle, a-t-on dit, qui disperse sans raison notre argent. Il faut mettre une règle à cela et ne plus concéder d'emprunts que contre des assurances formelles (2). » Malheureuse-

1. Rapports commerciaux. Suède 1907.

2. Tel est bien l'esprit des revendications de la plupart des industriels français. Ils considèrent les placements en valeurs étrangères comme une perte nationale s'ils n'ont pas pour raison d'être directe une opération commerciale traitée avec le pays qui émet l'emprunt. Nous n'en voulons pour preuve que les termes mêmes de vœu présenté

ment dans ce raisonnement si simple que par son apparence de bon sens il a conquis l'opinion, il y a bien des affirmations douteuses et que nous devons discuter.

En premier lieu est-il juste de faire retomber sur la finance, et par conséquent sur les plus modestes et les plus intéressants porteurs de rentes étrangers, le poids de pareilles interventions ? Nous préciserons tout à loisir les charges qui résulteront pour les capitalistes français de l'apposition de conditions commerciales à la conclusion des emprunts.

Ce que nous pouvons dire dès maintenant, c'est que l'insuffisance des affaires conclues entre l'industrie française et les pays étrangers est imputable à l'industrie elle-même, avant de l'être aux capitaux. Que l'industrie éprouve telles ou telles difficultés qui peuvent être particulièrement écrasantes, cela même n'autorise pas à mettre ses embarras à la charge de ceux qui y sont étrangers. Si les traités de commerce sont insuffisants, s'ils nous mettent dans une fâcheuse

par la *Fédération des industriels et des commerçants français* à M. Cail-
laux alors ministre des Finances, en 1909.

« Constatant, disent les auteurs de ce vœu, que le Gouvernement peut, en réclamant, en échange de l'admission à la cote des valeurs étrangères, des avantages pour notre industrie et pour notre agriculture, *corriger les conséquences néfastes de l'emploi de notre épargne à des emprunts*, et non au développement de notre industrie...; émet le vœu que notre ministre des Finances n'accorde plus l'admission à la cote des emprunts d'États étrangers sans obtenir en cette occasion quelques commandes ou concessions pour notre industrie et pour notre agriculture. »

posture au regard de la concurrence étrangère, voilà encore qui est regrettable. Mais l'État qui n'a pas su donner au pays dont il a la charge les conditions nécessaires au maintien de son commerce, sera-t-il plus heureux quand il aura pris par surcroît la direction des capitaux et décidé de subordonner l'un à l'autre. C'est par le commerce qu'il faut relever le commerce et si l'industrie a besoin du concours des établissements financiers, la moindre solidarité nationale veut que celui-ci lui soit prêté, mais de façon opportune et qu'on n'exige pas de la finance un suicide ou le sacrifice de ses bénéfices pour rétablir arbitrairement les affaires d'une industrie en souffrance.

La France jouit d'une prospérité financière plus grande que sa prospérité industrielle. Ses capitaux ont acquis de par le monde une situation que n'ont pas ses autres produits. Il est naturel que les uns mettent leur avance au service des autres pour faciliter leurs efforts. Mais encore cette coopération n'est-elle possible que dans une certaine limite. Si la finance française jouissait d'un monopole mondial en matière de placements, elle aurait beau jeu à émettre des exigences. Mais le monopole qu'elle a eu en fait de moitié avec l'Angleterre échappe de plus en plus à ces deux pays. D'autres Trésors nationaux se sont constitués et la Belgique, l'Allemagne, la Suisse et dans une mesure restreinte tous les autres marchés financiers ont la prétention de faire valoir leur puissance au dehors par le placement de leurs capitaux.

Les banques françaises qui traitent les emprunts font en cela des affaires qui ne vont pas sans quelques risques. Un prêt d'argent est une opération commerciale qui se suffit à elle-même, dans laquelle les risques courus et le taux de l'intérêt perçu s'équilibrent dans une juste proportion. Toute charge ajoutée par la France au compte de l'emprunteur diminue la valeur du capital fourni et entre en compte dans le calcul de l'opération qui sera faite à des conditions moins avantageuses. Par suite quand l'État met des conditions commerciales à la conclusion d'un emprunt, il fait payer aux acheteurs de rentes le prix du service qu'il rend aux commerçants et aux industriels.

Cela se conçoit déjà mal au point de vue économique mais si l'on entre dans le détail de l'opération ainsi conclue, on verra combien elle est mal équilibrée. Nous ne nous servirons pas pour combattre ce procédé des arguments fournis par la presse des États intéressés où l'on se laisse trop vite aller à traiter la France d'usurière. Le Brésil et l'Argentine qui trouvent en France de l'argent à 4 et à 4 1/2 %, alors que leur crédit vaut au plus 5 % et plutôt 6, sont mal fondés à se plaindre de notre concours. Cependant les marchandages engagés avec ces pays leur donnent beau jeu à se plaindre de nos agissements et l'on pense invinciblement à ces crocodiles empaillés dont parle Molière. Pour plus de précision, le système qui consiste à retrouver deux fois le prix de ses avances (en intérêt et en prix d'achat de marchandises) ne se conçoit pas juridiquement,

Le prêt à intérêt est un contrat. Le capital fourni est la prestation de l'une des parties. L'intérêt est le prix unique du service rendu et la seule contrepartie de l'opération. Sans cette réserve et celle des garanties fournies par l'emprunteur relativement au remboursement des sommes prêtées et au service des intérêts échus, l'emprunteur est entièrement libre. Que lui servirait d'emprunter s'il n'était pas le maître d'employer l'argent qu'il emprunte?

Si le souscripteur de l'emprunt ne croit pas devoir conclure l'affaire au prix proposé, qu'il élève le taux de l'intérêt demandé, mais une fois le marché conclu, les parties restent avec leurs droit et devoirs respectifs, entièrement libres vis-à-vis l'une de l'autre. Il ne nous semble pas que les États sud-américains disent rien d'excessif lorsqu'ils soutiennent cette thèse. « Quand les Gouvernements étrangers font un emprunt, ils donnent aux banquiers des garanties sans lesquelles ils n'obtiendraient pas un sou. Du moment que les garanties sont bonnes et suffisantes, il semble que les emprunteurs ont au moins le droit de donner à l'argent emprunté la destination qui leur convient le mieux (1). »

Aussi les partisans des compensations cherchent-ils à présenter l'opération sous un jour différent. Voici par exemple la réponse d'une personnalité française aux accusations que nous venons de repro-

1. Extrait du journal *Brazil* à propos de l'affaire des canons argentins,

duire : « Tout prêteur, y est-il dit, a le droit d'imposer les conditions qui lui conviennent pour prêter son argent. » C'est une condition posée préalablement à la conclusion du contrat. Ainsi présentée, l'affaire prend des apparences juridiques plus honnêtes. Mais, économiquement parlant, le résultat n'est en rien changé. Si l'emprunt grevé de conditions commerciales est conclu au même taux d'intérêt, l'argent exporté de France y reviendra immédiatement et pratiquement même il ne quittera pas le territoire. L'argent s'exportera sous forme de canons et ce sont les canons qui porteront intérêt à 4 ou à 5% même pour la partie de leur prix dépassant le coût réel de la commande et qui constitue le bénéfice de l'industriel, bénéfice déjà déplacé ailleurs.

Bien entendu l'industriel, maître d'une commande forcée, pourrait subordonner encore sa participation à d'autres exigences, et la chaîne des compensations remonter très loin, mais nous ne nous égarerons pas dans ces conceptions fantaisistes.

Il est certain que subordonner une commande à la conclusion d'un emprunt c'est vouloir tirer d'une seule opération deux bénéfices : celui du prêteur d'argent et celui de l'industriel.

Mais, dira-t-on, il ne s'agit pas d'imposer à l'étranger des achats dont il n'a que faire. Il s'agit de commandes nécessaires, en vue desquelles l'emprunt a le plus souvent été émis. Dans ce cas il n'y a pas de préjudice matériel. Il y a seulement juxtaposition de deux affaires : l'une d'argent, l'autre de marchandises.

Mais qui dira qu'il n'y ait pas une charge pour le pays qui s'oblige à se lier les mains dans un marché portant d'ordinaire sur des sommes importantes, à accepter des conditions que la probité du vendeur fera seule, raisonnables.

Ceci dans le cas des commandes à l'industrie. Mais lorsqu'il s'agit de réduction de tarifs douaniers, de faciliter l'importation de certains produits, dans ce cas il y a bien perte sèche pour l'emprunteur (diminution du produit des douanes), et une perte secondaire résultant de l'encouragement donné à des consommations de luxe comme les vins français.

Dans ces différents cas les conditions mises à la conclusion de l'emprunt représentent bien une charge supplémentaire pour l'emprunteur.

Si ce dernier se trouve dans la nécessité de maintenir le taux de l'intérêt prévu, il se verra amené à supporter des charges plus lourdes que celles qui devaient résulter du contrat de capitaux. Mais, s'il traite sur le pied d'égalité, son crédit ressortissant à un taux moyen connu et indépendant de la volonté du prêteur, il retiendra sur les conditions de l'emprunt de quoi faire face aux dépenses supplémentaires résultant des clauses commerciales. Soit en réduisant le taux de l'intérêt fourni, soit plutôt en élevant au niveau voulu le prix d'émission, l'emprunteur se déchargera sur le prêteur du supplément de dépenses à lui imputé, et le bénéfice réalisé par les industriels ou les commerçants français sera payé, en définitive, par les souscripteurs français des obligations de l'emprunt.

C'est ainsi que les choses s'équilibrent en théorie d'une manière, si l'on veut, schématique. Pratiquement il y a une marge de part et d'autre et les négociateurs pourront chercher à équilibrer sainement leurs prétentions respectives. Dans bien des cas un emprunt et une commande pourront être conclus simultanément. Il est alors tout naturel de les lier l'une à l'autre.

Il serait antinational de contester la valeur de ces arrangements et les intérêts français doivent se lier les uns aux autres. Mais les intérêts, français ou autres, sont des intérêts, ils doivent s'unir, non se sacrifier. Nous sommes chaudement partisans de l'union et nous ne croyons pas que les banques françaises s'en désintéressent comme on le dit. L'économiste qui répondait à la polémique brésilienne dont nous avons cité le texte concluait fort bien : « Il est peu probable que le Gouvernement français aurait à se prononcer sur l'admission, car il est moins probable que les banquiers français seraient disposés à lancer un emprunt de cette nature surtout si les armements devaient être faits en Allemagne. »

Les capitaux exportés manquent-ils à la production nationale

Le développement de la polémique engagée contre les valeurs étrangères a amené la production d'un second argument qui vient compléter le précédent.

Non seulement les émissions de valeurs puiseraient en France l'argent nécessaire à la mise en œuvre d'industries rivales de la nôtre, mais ce prélèvement serait effectué sur les sommes mêmes auxquelles s'alimente la production française : en sorte qu'il ne s'agirait plus de l'emploi plus ou moins opportun d'un surplus d'argent disponible et que le concours accordé aux entreprises étrangères aurait pour contrepartie immédiate le préjudice fait aux intéressés nationaux.

La question vaut d'être examinée car il s'agirait là d'une défection nationale des plus dangereuses. Des Français qui, aux mêmes conditions de placement, préféreraient employer leurs fonds à l'étranger, commettraient un manque de confiance impardonnable et injustifié, symptomatique d'un état moral et social de la dernière gravité.

Il est vrai que l'argent français souscrit parfois plus de titres étrangers que de titres nationaux, mais rien n'établit qu'avant d'exporter leur avoir nos compatriotes aient refusé leur concours à des entreprises françaises saines et viables. « Ce ne sont pas les capitaux qui manquent aux affaires, ce sont les affaires qui manquent aux capitaux » a répondu M. Neymarek (1).

Nous parlerons ailleurs de la valeur des offres de placement faites aux capitaux par le marché français. Contentons-nous ici de répondre aux allégations de

1. L'opinion que les capitaux nationaux manquent à la production française a été développée par M. Cauwès à la *Société d'Économie politique nationale*. (Séance du 16 mai 1900.)

ceux qui disent que la France fait tous les sacrifices pour l'étranger et ne fait rien pour elle-même.

Le motif revient sous mille formes : les grandes banques n'ont aucun patriotisme ; les commerçants français n'y trouvent aucun crédit. « Soyez Grec, Chinois ou Brésilien, dit-on souvent, et le Crédit Lyonnais vous fera les avances les plus considérables ; si vous êtes Français vous n'obtiendrez rien. » Pendant que la France exportait des milliards elle n'a rien fait pour elle. Pendant qu'elle donnait l'outillage le plus complet à des pays dont les produits se retourneront bientôt contre elle, elle n'apportait aucun perfectionnement à ses propres affaires. Nous avons creusé des ports pour la République argentine, foré des isthmes dans les deux hémisphères, établi des canaux de la Baltique à la Mer Noire, et de grands travaux restent encore à accomplir sur le sol du pays. Le Havre et Marseille n'ont pas l'armement nécessaire au maintien de leur situation commerciale, des canaux sont réclamés dans l'Est et le Sud-Est du territoire et deviennent chaque jour plus urgents.

Avec l'argent que nous avons semé dans ces entreprises lointaines on aurait pu réaliser dix fois les grands projets nationaux dont l'avenir semble encore aujourd'hui chimérique : Brest Transatlantique, Paris port de mer, le canal des Deux Mers. Tout cela pouvait être fait avec une partie du capital exporté de France.

Bien entendu ce sont là des exemples destinés à frapper l'imagination, des façons suggestives de pré-

senter la question. Si l'on demande au rentier français pourquoi son argent n'est pas placé dans ces entreprises que réclame la conscience nationale, il répondra, d'accord avec le plus simple bon sens, que jamais de pareils placements ne lui ont été offerts, qu'il n'a pas eu besoin de préférer la clientèle étrangère à celle d'entreprises qui ne se sont jamais constituées. Il ne sait lui, qu'acheter du fruit de ses économies annuelles des valeurs existant sur le marché. Si des entreprises d'utilité publique ne se constituent pas, qu'y peut-il ?

La question passe en réalité bien au-dessus du petit capitaliste qui n'est pas créateur d'affaires mais simple acheteur de titres. Il est aisé d'incriminer l'épargne parce que des canaux ou des ports hautement désirables ne sont pas ouverts, mais le problème soulevé est en réalité d'une bien plus longue portée. En langage économique et en dehors des éloquentes contrastes exprimés tout à l'heure, cela revient à dire que l'épargne, qui ne trouve pas sur le marché national les titres dont l'intérêt public demande la création, doit s'ingénier elle-même à créer ces valeurs : conception fausse dénotant une méconnaissance complète de la nature et des fonctions de l'épargne.

L'épargne emploie les valeurs, elle ne les crée pas. L'épargne étant la collectivité même est incapable d'initiative et ne peut que répondre aux propositions de ceux qui la sollicitent. Ceux à qui le reproche s'adresse en réalité sont ceux que le public désigne sous l'appellation mystérieuse de « la finance » ou « la haute

finance », les lanceurs d'affaires, les instigateurs de grandes entreprises, ceux qui créent et ceux qui innovent dans le champ des réalisations économiques.

Pourquoi ceux-là sont-ils hésitants devant les grands travaux à accomplir ? Pourquoi les hommes qui consacrent leurs existences à tâcher de faire prendre vie à ces grands projets nationaux sont-ils impuissants à mener leur œuvre jusqu'à la réalisation ? Profondes questions et que la conscience publique peut se poser avec fruit ! Quels obstacles les arrêtent ? Quelles charges nouvelles étouffent leurs idées et les retiennent dans le domaine de l'imagination ? Quelles menaces rendent impossible en 1912 ou 1913 ce que les de Lesseps ont pu faire cinquante ans plus tôt ? — Ce n'est pas à nous à répondre à ces troublantes questions. Notre seule prétention est de dégager le capitaliste français de responsabilités qui ne lui incombent nullement.

L'épargne souscrit aux entreprises d'intérêt public à des taux peu rémunérateurs. Les pertes éprouvées dans bien des cas ne découragent pas sa préférence pour les affaires utiles au pays. Rien n'autorise à l'accuser de se désintéresser du bien du pays auquel elle est toujours restée attachée dans la mesure de ses moyens.

Mais, objectera-t-on, s'il n'est pas au pouvoir de modestes capitalistes d'aller au-devant des projets nationaux et de créer les courants qui devraient régénérer la production, il leur appartient tout au moins de tirer parti des valeurs existant sur le marché fran-

çais. Or, le marché de ces valeurs dénote un manque complet d'empressement chez les acheteurs.

Nous répondrons à cette nouvelle affirmation par l'étude du marché de nos principales catégories de valeurs, et nous espérons pouvoir établir qu'aux cours actuels les Français leur donnent encore une situation privilégiée par rapport aux valeurs des autres pays.

A. — *Rentes françaises*

Ces titres conviennent parfaitement au public français à cause de la garantie de l'État et de leur sécurité presque absolue.

Mais une première constatation coupe court aux bonnes dispositions de celui-ci : l'État français n'emprunte plus.

En dehors de l'emprunt exceptionnel émis en 1912 et que l'on doit considérer plutôt comme une émission d'obligations de chemins de fer, la République n'a pas fait d'emprunt public depuis plusieurs années.

Dans la louable intention d'équilibrer les dépenses de l'État avec ses recettes régulières, nos ministres refusent de recourir à l'emprunt et de surcharger les colonnes de la Dette publique. Nous ne rechercherons pas si ce but est atteint mais il est impossible de ne pas constater que de nouvelles émissions de rentes françaises n'ont pas été faites depuis un certain temps.

L'Etat garantit bien les emprunts de nos colonies

et celles-ci ont fait dans les dernières années plusieurs appels au Crédit. Or nous ne savons pas que ces emprunts aient manqué de souscripteurs. Si, en dehors de là les entreprises d'intérêt national manquent effectivement sur les listes de nouvelles émissions de titres, en accusera-t-on les capitalistes ? S'il existe encore de grands travaux nationaux à accomplir et qu'il y ait lieu de les entreprendre malgré la surcharge qui pourrait en résulter pour le service de la Dette, ce n'est certes pas la perspective de manquer de capitaux qui empêche l'État de les entreprendre.

Mais, peut-on dire, s'il n'est plus émis de nouvelles rentes françaises, il en existe, par ailleurs un assez beau stock dans les 26 milliards duquel les capitalistes français peuvent puiser en toute liberté ! Or, les Français semblent se détourner de ces valeurs : les cours où elle se voit actuellement cotée témoignent que la rente n'inspire plus qu'un attrait très limité.

En se détachant des fonds nationaux, les Français ne font pas montre de plus d'indifférence patriotique que les Allemands ou les Anglais qui laissent tomber leurs fonds d'États aux cours de 80 pour le 3 % d'empire et de 74 pour les Consolidés. Ils suivent simplement l'impulsion qui les porte vers des titres à revenu plus élevé et que le renchérissement du coût de la vie justifie du reste.

Bien loin d'avoir la moindre prévention contre les rentes nationales, on peut dire que le public en a eu longtemps la superstition. Sans la dévotion avec la-

quelle épargnants et petits rentiers (c'est-à-dire presque tous les Français sont restés attachés à ces titres réputés) *valeurs fondamentales, valeurs de tout repos, valeurs de père de famille*, jamais les conversions réitérées et précipitées dont nos rentes ont été l'objet n'auraient pu avoir lieu. Mais la confiance était si forte que, même après avoir été convertie une première fois, la rente remontait, ramenée par un flot toujours plus considérable d'acheteurs. La rente atteignait 105 et faisait naturellement l'objet d'une nouvelle conversion. C'est à partir de ce moment seulement que les rentiers eurent le sentiment d'être frustrés dans leur placement. Mais on voit que leur patience avait été longue.

Disons même que si la passion des Français pour leurs fonds nationaux n'avait pas été telle qu'elle l'a été, le marché de ces titres y aurait gagné.

Si tous les Français n'avaient pas été poussés par une tradition qui semblait s'imposer à placer leurs épargnes en rentes, le cours de celles-ci n'auraient pas atteint les prix où ils sont parvenus. Peut-être la deuxième conversion n'aurait-elle pas eu lieu, en tout cas, moins précipitamment, et le rendement de nos rentes, maintenu à un plus juste niveau, n'aurait pas amené la défection complète que l'on constate à présent autour d'elles. Si les Français n'avaient pas abusé de leur rente, ils s'en seraient moins vite fatigués et lui seraient plus fidèles aujourd'hui.

Au lieu de cela, la conversion de 1902 a été faite dès le lendemain du délai pendant lequel elle était

interdite. En quelques années le revenu des titres avait baissé d'un point, c'est-à-dire du quart. En même temps la cherté de la vie augmentait considérablement et cette diminution de revenu s'en faisait d'autant plus vivement sentir.

En même temps les menaces fiscales les plus diverses étaient dirigées sur les valeurs mobilières et l'immunité de la rente mise en discussion. Enfin les projets d'impôt sur le revenu venaient aggraver les craintes du public et diminuer sa confiance dans presque toutes les valeurs, mais plus particulièrement dans celle sur laquelle l'État possède les moyens d'information les plus complets : la rente.

Tout cela expliquerait assez le détachement des acheteurs, mais d'autres événements vinrent précipiter la crise. Grâce à la prospérité incontestable qui a régné dans les affaires pendant les dernières années, d'autres titres purent faire des progrès et attirer la confiance du public français. Des États qui n'avaient eu, jusque-là, qu'un crédit de deuxième ordre, arrivèrent par une bonne gestion financière à prouver la qualité de leurs rentes. La Russie, l'Italie, l'Espagne gagnèrent ainsi la confiance du public français, confiance qu'elles ont du reste justifiée depuis lors.

Les cours cotés en 1911, année normale, montrent clairement ce double mouvement des bonnes valeurs vers la baisse et des moins bonnes valeurs vers la hausse.

(L'année 1912 ne peut servir d'exemple à cause des événements politiques qui ont atteint tous les titres.)

	Valeurs fondamentales					Valeurs d'appoint		
	Cons. anglais	3 o/o français	2 o/o belge	3 o/o allemand		3 3/4 ita-licien (1)	Extérieure espa-гноle (2)	4 o/o 1901 Russe (2)
Janvier.	79,87	97,35	91,90	85,12	Janvier.	103,60	94,15	97,15
Février .	80,62	97,50	91,86	84,62	Février.	104,15	96,05	96,60
Mars...	81,81	96,40	90,30	84,50	Mars ...	104,17	98,60	95
Avril...	81,19	95,90	91,50	84,12	Avril...	104,20	97,30	95,20
Mai.....	81,50	96,10	91,40	84,12	Mai.....	104,77	97,25	98,70
Juin....	79,25	95,00	90,20	83,37	Juin....	105,12	96,30	98
Baisse..	0,62	2,35	1,70	1,75	Hausse.	1,52	2,15	0,85

Les crédits encore moins assurés des nations sud-américaines et orientales s'affermisssaient également comme le prouve l'extrait suivant d'un tableau du Rapport de l'*Institut international de Statistique* (3).

	Fin 1907	1908	1909	1910
Argentin. . . 5 o/o	509	519	522	514
— . . 4 o/o 96	89,12	94,75	99,50	90,50
Brésilien. . . 4 o/o 89	81,50	80,25	87,50	89,25
— . . 4 1/2 88	85	85	94	99
Bulgare . . . 4 1/2 07	436	435	480	482
Chilien . . . 5 o/o	94	101	101	102
Chinois . . . 5 o/o 02	511	515	524	520
Japonais . . . 4 1/2 05	82 1/8	95 1/8	100	101

1. A Rome.

2. A Paris.

3. Session de la Haye, 1911.

A la rubrique valeurs en hausse figurent encore le Mexique, la Serbie, la Grèce même le Venezuela, Haïti, etc., etc. Aux valeurs en baisse, au contraire, l'Angleterre, la Belgique, la France et la Hollande.

A la passion exclusive de la rente française succède la passion des rentes étrangères.

Menaces de conversion ou d'impôt contre le revenu ; risque de baisse contre le capital ; concurrence d'autres espèces de placements ; tout cela explique suffisamment l'abandon des rentes nationales. Aussi les cours s'alourdissent-ils continuellement et, depuis quelques temps il semble même qu'ils se précipitent. Les pertes des porteurs de rentes françaises s'élèvent à 14 % de leur avoir pour ceux qui ont dû acheter à 105 et revendre à 90 : ce sont trois années d'intérêt perdues en une dizaine d'années par des acheteurs mineurs, épouses dotales, etc., le plus souvent contraints par la protection de la loi à l'acquisition de cette sorte de titres. Ces constatations sont si véridiques qu'elles sont reconnues par les écrivains les moins subversifs : « De fait, les valeurs d'appoints qui, primitivement devaient être l'exception, tendent à devoir constituer la majeure partie du portefeuille des gens avisés, dit M. Paul Leroy-Baulieu qui fut si longtemps le champion des valeurs de père de famille (1) ». « Les expériences que le capitaliste a fait en ce qui concerne les valeurs dorées sur tranches sont notoirement désolantes », dit encore M. Raffa-

1. Paul Leroy-Beaulieu. *Economiste français*, 3-10 août 1912.

lovich et cet écrivain caractérise fort bien la situation du rentier français en ajoutant : « A son corps défendant, souvent à son insu, le rentier est un spéculateur (1). »

Quel reproche faire, dans ces conditions, à ceux qui croient prudent de porter ailleurs leurs épargnes ? La qualité de ces titres ne s'en trouve pas atteinte et dans les moments troublés ils offriront aux petites économies un précieux refuge, mais on ne peut faire autrement que de constater les perspectives peu encourageantes qu'ils donnent dans le présent.

B. — Actions et obligations de chemins de fer

Ces valeurs, qualifiées « fondamentales », comme la rente elle-même, sont encore à la base des fortunes françaises.

Comme la rente, elles ont causé des déceptions à leur clientèle et si leur valeur de placement paraît actuellement supérieure à celle de nos fonds d'État, elle n'en réserve pas moins un avenir modeste aux acheteurs.

Il est vrai que le marché des obligations de chemins de fer s'alimente toujours de nouvelles émissions. On ne saurait donc dire que, comme la rente, il se dérobe à la clientèle, faute de nouveaux titres.

Mais considérons le sort des porteurs de valeurs de chemins de fer en possession de leurs titres depuis

1. A. Raffalovich, *Marché financier*, 1911.

quelques années, et les perspectives que l'avenir leur réserve encore.

Les *obligations* ont sur les actionnaires la supériorité de ne hasarder que leur capital, mais aussi ce capital a-t-il vivement souffert.

	3 % Ancien Est	3 % Nouveau Est	3 % Lyon	3 % Ancien Midi	3 % Nouveau Midi	3 % Ancien Nord	3 % Nouveau Nord	3 % Nouveau Orléans	3 % Nouveau Orléans
31 décembre 1897..	451,53	481,80	480,86	480,42	482,08	485,68	493,04	482,67	484,67
— 1900..	450,92	450,57	450,31	448,95	449,49	459,78	456,21	451,26	451,30
— 1905..	463,10	463,23	461,50	460,15	462,17	469,23	471,26	462,26	464,33
— 1908..	440,58	436,77	437,94	435,21	435,58	451,10	451,28	438,59	436,84
— 1909..	442,88	440,54	438,84	437,23	438,51	446,77	443,62	440,03	438,71
— 1910..	439,42	438,61	434,38	434,14	435,88	442,24	442,13	436,30	435,11
— 1911..	426,04	426,13	417,63	416,69	417,53	424,57	422,99	418,80	417,45
Baisse de fin 1897 à fin juin 1911.....	55,49	55,67	63,23	63,73	65,55	61,11	70,05	63,87	67,22

C'est une baisse moyenne de 62 francs par obligation de 500 francs que l'on peut constater en l'espace de quatorze années sur des valeurs réputées de toute sécurité. Cela représente plus de 12 % du capital de ces titres, soit en quatorze années presque 1 % du capital de perte annuelle sur des titres rapportant 3 % de revenu. Encore les écarts des cours envisagés ici ne sont-ils pas les plus amples et les valeurs ont-elles continué leur chute pendant l'année 1912 jusqu'à la dépression occasionnée par les événements politiques de cette même année.

Si maintenant notre compassion se porte sur les actionnaires, le spectacle n'est pas moins décourageant.

Le capital des actions se déprécie de jour en jour comme le montre le tableau ci-dessous des cours des actions de capital aux mêmes dates que celles précédemment considérées pour les obligations.

Cours moyens	Est	Lyon	Midi	Nord	Orléans
1897.....	1053,06	1757,47	1375,14	1944,85	1764,59
1900.....	1081,87	1836,18	1322,02	2316,98	1741,37
1905.....	963,45	1839,67	1209,43	1815,93	1493,43
1908.....	937,96	1368,53	1138,17	1779,28	1382,69
1909.....	917,35	1330,60	1152,67	1741,33	1390,37
1910.....	919,79	1297,07	1149,03	1705,51	1382,63
1911.....	890,73	1177,04	1045,06	1583,15	1244,77
Perte 1897-1911.	162,33	580,43	330,08	361,70	519,82
Total.....	1954,56				

Comme on voit la perte varie entre 162 francs et 580 francs par action.

L'acheteur d'une action de chaque compagnie, en 1897, obligé de vendre fin 1911, perdrait 24 1/2 % de son capital.

On chercherait difficilement parmi les valeurs de notoriété équivalente, des titres dont les cours aient fait subir d'aussi grosses pertes à leurs possesseurs et la vérité oblige à reconnaître que les mêmes sommes employées en obligations de chemins de fer étrangers auraient mieux rémunéré leur capital.

Entre les plus hauts cours de 1897 et de 1900 et les cours de 1910 les différences sont telles que M. Neymarck évaluait la moins-value ressentie sur l'ensemble des fonds des six compagnies à plus de 1.800 millions. Aucune affaire étrangère, même les mines d'or, n'a jamais fait un pareil trou dans l'épargne française.

Sous le rapport du revenu, les actions de chemins de fer se présentent, il est vrai, un peu plus favorablement. Le revenu moyen ressort à 4 % environs. Mais encore le dividende minimum garanti par l'État est-il appelé à disparaître, et tandis que les garanties s'effacent, les charges s'aggravent singulièrement.

Les tarifs diminuent, les lignes exploitées augmentent (et beaucoup ne sont pas d'un rendement proportionnel aux frais qu'elles entraînent), les salaires s'élèvent régulièrement. Les charges patronales (économats, assurances, retraites) absorbent une part énorme du revenu des compagnies.

L'industrie des chemins de fer a profité à tout le monde, excepté aux actionnaires. Les souscripteurs des actions originaires de ces entreprises éminemment nationales y ont trouvé de graves mécomptes. Les actionnaires entrés en possession de leurs titres depuis une cinquantaine d'années ont vu décroître leur revenu. Ceux dont les achats ont été effectués depuis 1885 ont perdu une partie considérable de leurs économies.

Nous nous en tiendrons à ces deux exemples de la rente française et des valeurs de chemins de fer, sans prolonger une enquête qui pourrait aussi bien être faite sur les titres du *Crédit Foncier* et de la *Ville de Paris*, autres valeurs au plus haut point fondamentales et françaises, pour établir qu'une préférence instinctive dans les valeurs nationales pourrait bien induire ceux qui s'y laisseraient entraîner à des conséquences fâcheuses, et que les gens moins enthousiastes qui ont cherché ailleurs le placement de leur fortune ont été quelquefois plus avisés. Consentir des avances à son pays à un intérêt modique, en raison de la grande sécurité des placements ainsi effectués, rien n'est plus naturel et les rentiers français s'en montrent convaincus en acceptant un revenu de 3,25 % sur ces sortes de valeurs, mais abaisser encore l'intérêt en faisant élever les cours serait, de leur part, s'exposer à des pertes stériles qu'aucun patriotisme ne justifie.

c) *Autres valeurs françaises*

En dehors de ces grands exemples, les dispositions générales du marché des valeurs françaises sont assez bien caractérisées par les tableaux de *l'Économiste Européen* où l'on voit, à la fin de chaque exercice les variations de cours du plus grand nombre d'entre elles.

Sans doute ces tableaux ne portent pas sur la totalité des valeurs, mais les 163 catégories de titres et les 37 milliards et demi de capital considérés pour 1910 en diffèrent cependant bien peu.

L'allure générale des cours s'en dégage, en tout cas, suffisamment pour répondre au but de notre recherche. Les cours de 1900 à 1910 (que nous reproduisons ci-dessous montrent que les valeurs françaises sont généralement bien assises, à l'abri des coups de vent violents, mais plutôt disposées à un tassement résultant de la baisse générale du loyer de l'argent qu'à des plus-values de capital.

Valeurs considérées	Valeur nominale	Valeur au 31 décembre 1911	Valeur au 31 décembre 1912	Différence
13 Rentes françaises.....	26.113	24.628	23.429	— 1.199
10 Oblig. ville de Paris.....	2.021	1.877	1.759	— 118
12 — Crédit foncier.....	4.953	4.681	4.422	— 259
5 — foncières diverses.	1.299	743	727	— 16
13 Actions de Soc. de Crédit.	1.463	3.534	3.605	+ 71
11 — chemins de fer.	1.380	3.309	3.362	+ 53
43 Oblig. de chemins de fer.	18.506	15.604	15.381	— 223
34 Actions sociétés indust..	1.056	2.862	2.774	— 88
22 Oblig. sociétés indust....	870	689	662	— 27
163	57.601	59.927	56.121	— 1.806
(millions de francs)				(3,12 %)

Les variations des cours pendant les années précédentes avaient donné les résultats suivants :

1905.	+ 2,12 %	1908.	+ 2,17 %
1906.	— 3,52 %	1909.	+ 2,55 %
1907.	— 0,86 %	1910.	— 1,55 %
1911 — 2,07 %			

Ceci représente les mouvements du capital. Le revenu des valeurs françaises se maintient aux alentours de 4 % (pour les meilleurs). C'est ce qui résulte des taux de capitalisation moyens que nous avons calculés pour les années 1900 à 1910 et pour quelques grosses maisons françaises.

Le Creusot	4,14 %
Acieries de la Marine	3,90 %

Aciéries du Nord et de l'Est. . . .	4,85 %
Aciéries de France	3,90 %
Chantiers de la Méditerranée . . .	4,60 %
Chantiers de Saint-Nazaire	3,45 %
Compagnie Générale Transatlantique.	3,48 %
Messageries Maritimes.	3,30 %
Mines de Courrières.	3,35 %

Ces titres ont une valeur de placement moyenne compensée par une assez précieuse sécurité.

Mais, bonnes ou mauvaises, le public français, d'après les protectionnistes, se détournerait des valeurs françaises, d'une manière presque systématique. Jamais, répondrons nous, les rentiers n'ont refusé de souscrire à des valeurs françaises convenablement gagées ou se rapportant à des services d'intérêt national. Mais à quoi bon nier qu'on a imprudemment diminué la confiance de la population dans la prospérité des affaires françaises. Le monde des capitalistes, petits ou gros, est en dépit de la grande démocratisation du capital un monde d'épargnants conservateurs qui éprouve de visibles inquiétudes de l'orientation donnée à notre politique.

Au point de vue fiscal et au point de vue social, l'esprit nouveau a été introduit avec si peu de ménagements que les gens industriels et économes dont la patience a constitué la richesse du pays se sont alarmés et sont devenus hostiles à toute réforme faute d'y avoir été préparés.

Nous avons déjà parlé des conséquences des mena-

ces fiscales. Les fortunes vont se dissimuler dans les banques étrangères : dès cet instant le capital a perdu sa nationalité. Sous l'influence des dépositaires, l'argent se remploie sur place, alors sa naturalisation étrangère est accomplie. Emigré, exilé par la menace des sanctions suspendues à l'application de la loi française, il se déshabitue de tout esprit de retour. Il est vrai que ces actes de découragement sont encore exceptionnels. Mais ceux qui résistent à ces décisions extrêmes éprouvent un cruel embarras. Prévoyant, à tort peut-être, que le nouveau système fiscal pourrait jeter dans le désarroi les entreprises nationales, ils cherchent dans les émissions étrangères le moyen de se soustraire aux malheurs exagérés qu'ils redoutent.

Après les menaces fiscales, les menaces sociales. Celles-ci sont les plus impressionnantes parce qu'elles sont illimitées. En tant qu'elles chargent l'État, elles aggravent les menaces fiscales. En tant qu'elles atteignent l'industrie, nous avons constaté nous-mêmes qu'elles étaient de nature à compromettre la situation des compagnies de chemins de fer. Mais des réformes capables de troubler l'équilibre d'aussi puissantes entreprises agiront bien plus fortement sur les maisons moins importantes.

C'est ce dont le public s'est aperçu et comme il est naturellement imaginaire, ces réflexions sont devenues le commencement d'un fâcheux pessimisme.

Si la répartition des charges nouvelles se faisait équitablement, le mal serait moindre, mais c'est toujours sur le dividende que frappe en dernière analyse

l'incidence des réformes. Et l'opinion ne s'y trompe pas.

On a vu telle entreprise d'intérêt tout à fait national qui n'avait pu distribuer le moindre dividende pendant de longues années, annoncer un jour une minime rétribution de 6 francs par action. Immédiatement les exigences du personnel ont imposé une augmentation de salaires qui a absorbé plus que la totalité des profits. Si l'actionnaire toujours délaissé, toujours repoussé se lasse d'un pareil régime, qui le blâmera ?

Ce sont là des faits, mais le public vit d'imagination et les grossit et les amplifie. Quelle impression ne font pas sur certaines gens, les grèves et l'agitation syndicaliste dont les journaux retentissent chaque jour ?

On peut reconnaître tout ce qu'il y a d'excessif et d'injuste dans ce découragement. On peut faire campagne pour ramener, s'il se peut, les égarés à une notion plus saine et plus véridique, mais tant qu'il n'y aura pas plus d'accord entre la politique et le capital, cette défiance subsistera (1).

Sans doute ce qui est vrai chez nous l'est aussi au dehors. Les grèves n'ont pas été inventées en France et l'impôt sur le revenu nous vient directement de

1. C'est cette opinion qu'exprimait M. Aynard devant la Chambre, le 7 février 1907 : « En bon français je désire vivement que cette fortune trouve son emploi sur la terre de France. Pour obtenir ce résultat il faut inspirer confiance aux capitaux, sinon rien ne pourra les retenir. »

l'étranger. Mais l'opinion est incapable de ces réflexions. Elle s'inquiète et cela lui suffit. Notre rôle n'est pas d'agiter ici des questions politiques ou sociales, mais d'interpréter la mentalité des rentiers français.

D'une manière générale, affirmer que l'argent du pays se refuse aux affaires françaises, c'est aller à l'encontre de la vérité. Un public qui se contente de 3 ou 3,30 % de revenu sur les fonds publics ou garantis et de 3 1/2 à 4 % sur les valeurs industrielles de son pays ne saurait être accusé de se montrer trop exigeant. Quant aux émissions, l'empressement de l'épargne à les couvrir ne saurait être mis en doute.

En ce qui concerne les grandes entreprises, une seule émission non souscrite aurait eu un énorme retentissement. Or jamais on n'entendit rien de pareil et si une seule affaire sérieuse avait pu manquer de se constituer faute de fonds, nous pensons que les adversaires des valeurs étrangères en auraient fait quelque bruit. Tout au contraire, les Compagnies de chemins de fer ont placé de 1885 à 1910, 5 milliards et demi d'obligations, la Ville de Paris, et le Crédit Foncier à eux deux plus de 3 milliards. Les sociétés industrielles ont trouvé tous les fonds qu'elles ont demandés et jamais l'épargne n'est restée indifférente à leur appel. Sans doute si l'on fait entrer en ligne de compte les sommes qu'elles ont manqué de faire souscrire, on peut alors supposer une défection de l'épargne d'autant plus coupable qu'il n'en coûte que de l'imaginer.

Aussi ne se plaint-on pas, d'ordinaire, du sort fait aux grandes entreprises, c'est sur la moyenne et la petite industrie que l'on fonde les plus vives doléances. Dans ce domaine, en effet, les faits sont moins apparents, ont moins de notoriété, et une infinité de situations particulières peuvent se produire sans que l'on en puisse tirer de conséquences générales. Aussi est-ce la petite industrie que l'on dit privée du concours financier des banques et du pays.

Nous croyons, au contraire, qu'elle profite de l'abondance générale et que son malaise tient à d'autres causes. Il est certain que l'importance des disponibilités lui profite comme à la grande industrie. Sans doute la petite épargne aventurera moins volontiers ses économies sur une maison de notoriété secondaire que sur de vastes affaires connues de tous. Mais comment nier que le recrutement des capitaux ne soit pour cette clientèle comme pour l'autre, proportionnellement plus aisé, sur le marché français que sur ceux de l'étranger, qu'il ne soit, tout au moins aussi aisé que les résultats ordinaires de cette catégorie d'entreprises ne le justifient.

Du reste, le marché des fonds pour les petites entreprises n'est pas dans une obscurité telle qu'il soit impossible d'en apprécier la situation. Le taux de l'escompte est un indice économique très sûr de ce qui s'y passe. L'escompte a justement pour objet d'alimenter les affaires en capital, et souvent plus les petites affaires que les grosses. Or les taux d'escompte, que nous avons déjà eu à plusieurs reprises l'occa-

sion de rappeler, sont, comme on le sait, extrêmement favorables aux affaires françaises.

Cette réponse est si facile que l'on déplace volontiers la question pour la porter sur un autre terrain. On accuse moins, alors, l'insuffisance des fonds, l'ignorance ou le mauvais vouloir des prêteurs que les procédés des banques et, tout particulièrement, des banques de dépôts, intermédiaires naturels entre les capitaux et l'industrie. La question ainsi posée ne relève plus de notre sujet, cependant, nous pouvons mentionner un autre indice de l'importance des sommes engagées par les banques dans l'industrie. Le portefeuille commercial des quatre principaux établissements de crédit français s'est élevé dans les dernières années.

	fin 1911	fin 1912
	—	—
Crédit Lyonnais . . .	259	1.443
Société Générale . . .	826	923
Comptoir d'Escompte .	863	957
Crédit Industriel . . .	108	131
Société Marseillaise . .	45	41

(millions de francs)

Qu'est-ce donc que ces sommes sinon l'épargne mise à la disposition du commerce et de l'industrie, et que représente la progression de ces divers comptes si l'on n'y voit pas la part croissante prise par le capital dans le mouvement général des affaires ?

Conclusion sur le rôle économique des valeurs étrangères. Elles servent de régulateur au loyer de l'argent.

L'opinion excitée contre les valeurs étrangères par les détracteurs des banques françaises, leur fait en définitive une guerre injuste et les fausses affirmations n'y manquent pas.

Les orateurs qui dénoncent l'appauvrissement du pays ne tiennent aucun compte des quelque deux milliards de revenu annuel de notre portefeuille étranger.

Les commerçants qui veulent mettre à la charge de l'épargne la négociation de leurs affaires personnelles, lui demandent un sacrifice qui dépasse la mesure de la simple solidarité nationale.

Les rêveurs qui prétendent retenir le capital en France pour y subvenir à la mise en œuvre d'entreprises éventuelles fait preuve d'un manque absolu d'esprit commercial et ne se rendent pas compte que les capitaux suivent les offres et ne les créent pas.

Ce n'est pas toutefois qu'il n'y ait rien à retenir au passif des placements à l'étranger.

Il y a l'appui prêté à la concurrence étrangère, en dépit de toutes les précautions prises, parce qu'une avance consentie sur un point quelconque du marché international ouvre des disponibilités qui profiteront en dernière analyse aux industries capables de les utiliser.

Il serait donc logique de faire ici quelque chose comme le bilan des avantages et des inconvénients des placements à l'étranger ; mais ces avantages et ces inconvénients ne se prêtent à aucune évaluation quantitative qui permette de les comparer.

Fort heureusement la connaissance des choses nous dispensera d'une appréciation si dangereuse. Il n'y a pas lieu d'afficher une préférence lorsqu'on se trouve en présence d'un phénomène naturel.

Les placements à l'étranger ne résultent ni de la fantaisie des capitalistes, ni des manœuvres des financiers. Ils sont une nécessité logique à laquelle n'importe quel pays se trouve acculé le jour où l'abondance des disponibilités dépasse l'emploi que l'activité nationale en peut faire.

Les capitaux passent à l'étranger comme un vase déborde. L'approche de cet état est indiqué par la relation existant entre le loyer de l'argent sur le marché du dedans comparé avec ceux des autres pays. L'expatriation commence quand les fonds se déprécient à l'intérieur et le dégagement tend à ramener un équilibre approché, la préférence naturelle des habitants d'un pays faisant toujours une situation légèrement avantageuse aux valeurs nationales.

Les capitaux qu'une politique malheureuse retiendrait dans ces conditions, dépériraient faute d'emploi. Or les capitaux inactifs sont l'un des pires dangers dont l'histoire économique nous ait donné l'exemple. Il faut espérer que la France du **xx^e** siècle ne

reviendra pas, sous couleur de bon sens, aux erreurs du mercantilisme.

Lorsque l'argent s'accumule au point de se déprécier, ce serait une absurdité que de maintenir au dedans les nouveaux apports de l'épargne parce que la perte subie par la collectivité dépasserait les profits de certains privilégiés. Ce serait aussi laisser voir une méconnaissance complète de l'évolution économique du dernier siècle. Les compartiments étanches ne sont plus. Le rêve d'une vie sociale autonome, retirée des secousses qui agitent le reste de l'univers est impossible. Les États maintiennent à peine leur indépendance à coups de tarifs et de régimes douaniers. Une crise économique est ressentie partout. La bourrasque qui atteint un marché ne passe pas sans ébranler les places les plus éloignées et l'on ne sait qu'amortir les chocs par une sage organisation intérieure et profiter de la rapidité des communications pour porter des éléments de rétablissement sur les points où ils sont les plus nécessaires.

On a comparé le marché universel à un système de tuyaux communiquant entre eux. Dans les gros réservoirs de capitaux mis en communication par cette tuyauterie secrète le niveau tend à se maintenir en équilibre. Les achats de valeurs étrangères sont le principal facteur de cet équilibre.

« Si une partie de l'épargne française ne s'était pas divisée sur ces titres étrangers, disait dès 1897 M. Théry, et si les sommes consacrées aux achats de ces titres étaient venues se disputer les valeurs fran-

çaises, la hausse constatée aurait été plus forte, aurait provoqué de nouvelles conversions, et nous aurions à enregistrer aujourd'hui une baisse encore plus sensible des titres français. » Ainsi le loyer de l'argent baisserait à un point qui certes ne ferait envie à personne.

Ne parlons pas ici des conséquences que la situation pourrait avoir sur les consommateurs. Ne considérons que la production. Sans doute bien des entreprises qui n'osent pas se créer deviendraient réalisables, mais les lanceurs d'affaires suspectes auraient beau jeu pour entraîner la confiance des gens naïfs par l'appât du moindre supplément de revenu. Quand même l'industrie devrait se trouver momentanément favorisée, le dépérissement de l'épargne ne tarderait pas à lui créer d'autres embarras, car comment admettre que les citoyens continuent de prélever sur leur bien-être une partie des revenus de leur travail si cette épargne devait rester improductive et sans fruit. L'argent perdant son pouvoir d'achat bien des produits augmenteraient. L'industrie n'aurait en définitive de facilités plus grandes qu'à l'égard des actionnaires réduits à se contenter d'une rétribution insignifiante et la situation aboutirait à une consommation dérégulée de capitaux.

En un mot une baisse excessive du loyer de l'argent qui n'aurait pas son équivalent sur les autres marchés ne saurait être qu'anormale et de courte durée. Fatalement, par l'épuisement de l'esprit d'épargne ou par l'avilissement des capitaux, l'équilibre se

rétablirait, mais non pas sans de fortes pertes ressenties.

Fort heureusement la mobilité des capitaux intervient auparavant et dégage les places où les fonds existent en trop grande abondance. Ainsi le libre jeu des relations financières tend à maintenir le prix du capital à une unité relative, à égalité de risques et de garanties.

Pour la France où le capital renaît sans cesse du travail et de l'épargne, les offres des pays étrangers lui donnent l'assurance d'une rémunération suffisante. Et c'est ainsi que s'établit l'équilibre intérieur vers lequel doit tendre la direction économique d'un pays, dans lequel les capitaux disponibles restent à un cours assez bas pour faciliter la production nationale et assez élevé pour donner à l'épargne les encouragements nécessaires à son renouvellement.

Or, c'est à cet équilibre que n'a cessé de tendre, en France, le double jeu de la production des capitaux et de leur émigration.

Le taux de l'intérêt que la crise de 1870 avait relevé au cours de 5 % n'avait pas tardé à retomber à 3 1/2 % et à 3 par suite de la concurrence de nouveaux capitaux avec ceux déjà existants. Les économistes considéraient stoïquement le phénomène en déclarant que la chute pourrait bien s'accroître jusqu'à 2 %.

Mais l'instinct public, dépossédé par cette moins-value d'un bien sur lequel il avait légitimement compté, s'est brusquement détaché des fonds natio-

naux, et le calcul ne manquait sans doute pas de fondement puisque depuis ce jour l'argent est remonté aux alentours de 3 1/2.

Voilà un gain d'un demi % sur les propres valeurs françaises qui n'est certainement pas étranger à la décongestion du marché. Quant aux valeurs étrangères elles-mêmes, nous avons commenté la plus-value d'intérêt qu'elles donnent au portefeuille mobilier français.

Nul doute d'ailleurs que, si l'argent venait à manquer sur le territoire, les fonds exportés ne revins-
sent équilibrer la situation. Toutes choses égales, les rentiers préfèrent employer leurs fonds au dedans, témoin le prix courant de l'argent moins élevé chez nous qu'au dehors. Si même — comme on le constate en réalité — tout le revenu de nos fonds étrangers, ne s'est pas déplacé au dehors, cela ne prouve-t-il pas que l'argent rentre en France dans la mesure nécessaire pour donner au stock des capitaux disponibles son plein annuel.

Le capital semble avoir pris conscience de son rôle stabilisateur et loin d'avoir abusé des placements à l'étranger, il semble s'être réservé une marge sensible jusqu'à l'état d'équilibre et d'indifférence absolue où le revenu du portefeuille étranger se replacerait intégralement hors de France et où le taux de l'argent français serait mis au niveau de ceux des autres pays.

CHAPITRE III

Les valeurs étrangères et la politique internationale

En discutant le système des compensations commerciales, nous avons soigneusement évité d'aborder la question des compensations politiques.

Ces deux ordres d'intérêts, entre lesquels il se commet de fréquentes confusions, sont pourtant de nature bien différente. Dans l'ordre économique il s'agit de satisfactions à donner à des intérêts généralement privés tandis qu'en matière politique c'est le maintien de l'autorité nationale qui est mis en jeu. On peut dire, si l'on veut, que le premier point de vue relève d'un protectionnisme étroit et que le second découle d'une conception vraiment nationale des affaires économiques.

Du reste la défense des intérêts politiques du pays donne lieu à des pourparlers bien moins choquants que les marchandages commerciaux entamés à propos de la négociation de certains emprunts. Il ne s'agit plus ici de débattre le prix d'une affaire, mais seulement d'attacher à notre amitié politique le prix de notre concours financier, ou de donner à notre

intervention le supplément d'autorité qui résulte de nos moyens pécuniaires.

Enfin on peut comprendre qu'on demande un sacrifice aux capitalistes en faveur d'un intérêt politique et général, tandis que de pareilles exigences paraissent beaucoup moins légitimes lorsqu'elles sont émises au nom d'intérêts privés, si importants qu'on les suppose.

La confusion qui s'est faite entre ces deux sortes de motifs d'intervention tient à ce que les plus avides de protection de tous les producteurs français sont assurément les métallurgistes, et à ce qu'ils ont toujours pris prétexte des commandes de matériel militaire pour élever leurs plaintes.

Les dépenses militaires sont de celles que les gouvernements mettent le plus volontiers sur le compte de l'emprunt. Cette destination plus ou moins avouée, fait souvent le fonds des émissions offertes au marché français, et les industriels ont toujours beau jeu, en pareil cas, à faire prendre leur intérêt personnel pour un intérêt national. Vainement leur objecte-t-on que si l'emprunt donne à l'étranger les sommes nécessaires à l'achat de son matériel de guerre, eux fournissent journellement des canons et des tourelles à des puissances qui les retourneront peut-être contre la France, ils ont aisément soulevé l'opinion contre des opérations financières projetées avec les États dont les tendances politiques sont en opposition avec celles de notre pays comme l'emprunt hongrois de 1910.

Cette confusion a été féconde pour tous ceux qui cherchent à discréditer les placements étrangers. Aussi l'avons-nous intentionnellement évitée pour envisager la question d'une façon plus claire.

C'est un trait bien caractéristique de l'histoire contemporaine que les fréquents appels des Gouvernements à la finance pour consolider les ouvrages de leur diplomatie.

Quoi de plus naturel, d'ailleurs ? Si les capitaux sont les armées du temps de paix, n'est-il pas indispensable que nos représentants à l'étranger puissent en faire sentir l'influence ? Cette entente, naturelle en tous lieux, s'impose plus particulièrement en France où la richesse publique est un facteur plus important qu'ailleurs de la prospérité générale.

Ce qui facilite encore cette action concertée des pouvoirs publics et des capitaux, c'est l'extrême concentration de ces derniers dans les banques de dépôt françaises. Un avis donné par le Gouvernement aux directeurs de quelques-uns de ces établissements assure immédiatement à notre politique l'appui financier de la clientèle habituellement docile de ces banques.

Quelques exemples établiront que l'argent peut avoir dans cet ordre de faits une très heureuse influence, à condition de ne pas faire des négociations conduites dans ce sens, un marchandage systématique, au plus grand dommage de notre épargne et de la dignité de notre politique.

Nous envisagerons deux sortes de situations où l'al-

liance de la politique et des capitaux peut rendre des services :

1° Celles où les états en présence ne traitent pas sur le pied d'égalité et où l'action combinée de la politique et de la finance a pour fin la prise de possession d'un des pays par l'autre (comme c'est, en ce moment, le cas de la France et du Maroc) ;

2° Celles qui résultent des relations courantes entre nations parfaitement indépendantes vis-à-vis l'une de l'autre.

Enfin nous annexerons à ce chapitre quelques observations sur le rôle des capitaux prêtés à l'étranger dans le cas d'une guerre internationale.

Interventions financières servant à amorcer une ingérence politique complète

C'est dans ce cas que l'alliance de la politique et des capitaux doit être la plus étroite. Les capitaux suivent alors, pas à pas, les suggestions des hommes d'État. Ils s'offrent à l'appel des diplomates, se retirent à leurs ordres, en un mot, se subordonnent aux exigences du moment. Pratiquement même ces affaires ne sont pas traitées avec le gros public mais avec des banquiers ou des syndicats financiers jouant un rôle quasi officiel. Enfin la garantie expresse ou tacite de l'État donne aux opérations conclues un équilibre qui en efface presque complètement les risques. Mais les emprunts n'en sont pas moins, tôt ou tard, clas-

sés dans le public qui prête ainsi son concours à la politique du pays.

L'intervention de l'épargne dans ces négociations est féconde et donne à nos représentants diplomatiques un très efficace moyen d'action. C'est ainsi que les grandes nations préparent d'ordinaire l'établissement de leur protectorat sur des pays n'ayant qu'une indépendance précaire : témoins, les exemples de l'Égypte, de la Tunisie, du Maroc.

On commence par souscrire un emprunt à l'État embarrassé, puis, faute de sûretés suffisantes, on entoure le service de cet emprunt de toutes sortes de garanties. On organise un contrôle sur l'administration des finances et ce contrôle s'étend bientôt à toute l'action gouvernementale. Bref, une véritable tutelle ne tarde pas à résulter de l'aide financière ainsi consentie.

La politique des grandes nations est la même, avec plus de formes toutefois, vis-à-vis des états ayant une organisation politique moins rudimentaire, mais dont la situation internationale n'est cependant pas très assurée. C'est, par exemple, le cas de la Chine où l'ingérence financière va de pair avec les interventions politiques et militaires. C'est même le cas de l'empire ottoman. Nos avances de fonds et le contrôle qui s'ensuit nous assurent dans ces deux contrées des intérêts matériels qui pourront servir à fixer notre part si les circonstances amènent un partage de territoire ou seulement d'influences dans ces régions.

Aussi voit-on les nations entrer en compétition

pour obtenir l'émission de ces emprunts peu avantageux. Lorsqu'il n'y a pas, entre elles, d'entente possible ou de situation acquise au profit de certains pays, l'emprunt est le plus souvent divisé en tranches entre les intéressés. Ce qui caractérise, du reste, la portée politique de ces opérations, c'est la part qu'y prennent des pays dénués de capitaux et qui font pour eux-mêmes appel à l'emprunt (comme la Russie) ou qui utilisent largement leurs propres épargnes (comme les États-Unis ou tels autres).

Rien n'est plus significatif, à ce sujet, que les négociations engagées à Algésiras au sujet de la *Banque d'État* du Maroc. Treize nations participent à la Constitution du capital de cet établissement et la France voit son privilège garanti par l'attribution de deux parts supplémentaires. On citerait également le Consortium de six puissances récemment formé pour offrir à la Chine un emprunt de 60 millions de livres. Les menaces politiques suspendues dans cet arrangement étaient si visibles que la Chine a cherché par tous les moyens à conclure l'emprunt dans d'autres conditions.

Les choses suivant leur cours normal, toutes ces avances de capital ne tardent pas à donner lieu à des plaintes et à des réclamations de la part des particuliers qui ont souscrit les titres. L'État prêteur invoque alors le devoir de protection dont il est investi envers ses nationaux et met la main sur la gestion financière du débiteur pour assurer le service de la dette et la réalisation des garanties.

L'ingérence peut être plus ou moins complète. L'histoire en fournit des exemples assez divers.

Dans certains cas l'immixtion étrangère n'est pas aussi complète et le pays endetté peut se relever : c'est ainsi que la Grèce a dû recourir à la garantie des puissances sans que son indépendance ait été menacée. Mais il n'en est pas toujours ainsi. Nous relevons en sens contraire :

Commission financière des finances tunisiennes
(1870-1884) ;

Commission franco-anglaise des finances du Mexique en 1864 ;

Contrôle international des finances égyptiennes ;

Conseil d'administration de la dette publique ottomane.

A partir de ce moment la situation de l'État endetté ressemble à celle d'un commerçant en liquidation. Exclu de ses propres affaires il tombe au pouvoir de ses créanciers. Le partage se règle sans lui et la situation actuelle de l'Égypte et de la Tunisie montrent la fin normale de ce processus politico-financier.

Rôle des questions financières dans les relations normales des puissances

Entre les grandes nations modernes, les jeux de la finance et de la diplomatie sont naturellement moins avoués. Ils forment cependant l'une des trames essentielles des relations des États.

Il suffit ici d'indiquer la chose. Pour ne citer qu'un

exemple frappant, les dessous financiers de l'alliance franco-russe ne sont un mystère pour personne. Il est officiel que le rapprochement des deux États fut singulièrement facilité par les offres du marché financier français. La participation d'une nation aux intérêts matériels d'une autre est le plus sûr gage de l'amitié des États et commande fortement les élans spontanés des populations.

Ceci pour les relations amicales. Lorsque les rapports sont moins cordiaux, la finance joue un rôle inverse mais non moins actif. L'exemple le plus intéressant est celui des relations franco-allemandes au cours des dernières années. Malheureusement les aïts sont encore tenus dans un demi-jour très diplomatique.

Nous n'en dirons qu'un mot. Mais un fait a paru significatif. L'Allemagne dont le fonds de roulement est notoirement insuffisant, semble avoir été plus intimement préoccupée, en 1905, d'amener la France à admettre ses valeurs à la cote officielle, que de ses intérêts commerciaux au Maroc. De notre côté, s'il ne lui fut pas fait de proposition officielle en ce sens, l'offre de faire de cette admission la condition de son désintéressement a été suggérée par la presse. Les gazettes allemandes crurent de leur devoir de décliner l'offre, mais dans des termes très posés : « C'était une question qui intéressait la finance au premier chef mais qui, pour le Gouvernement, était de second et même de troisième ordre (1). »

1. *Gazette de Cologne*, 20 sept. 1911.

Mais l'idée n'en avait pas moins été discutée et cela montre que l'ouverture du marché français peut être envisagée comme une concession suffisante pour justifier la renonciation de l'Allemagne à des prétentions en apparence beaucoup plus graves.

Inversement, le refus opposé à l'émission de tel ou tel emprunt peut être la sanction d'une attitude politique hostile de la part de certains pays étrangers. Si pareil fait ne s'est pas produit vis-à-vis de l'empire allemand parce qu'il n'en a pas couru les hasards, l'exemple de l'*emprunt hongrois* est là pour illustrer la possibilité d'une pareille mesure.

Le gouvernement a estimé que la France ne pouvait faire d'avances financières à une nation appartenant au groupe politique rival, surtout en vue du règlement d'une opération politique comme le rachat de la Bosnie-Herzégovine et de l'entretien de l'armée.

La question était purement politique et le gouvernement qui l'a tranchée d'une façon catégorique n'a pas fait autre chose que d'assurer l'unité de sa politique étrangère. La question du reste était très spéciale. Il s'agissait d'un État allié de l'Allemagne. Il s'agissait presque de l'Allemagne elle-même, l'emprunt devant en cas d'échec retomber sur le marché de Vienne et celui-ci devant nécessairement inviter Berlin à contribution. Or c'est un principe de notre politique étrangère depuis la guerre de 1870 que les rentes germaniques et françaises restent cantonnées sur leurs marchés respectifs. La même situation s'étend forcément aux nations liées par des con-

ventions formelles à l'empire allemand, et la Hongrie malgré ses tendances personnelles est dans ce cas : l'Italie seule, et cela se comprend, est exceptée.

C'était donc un emprunt d'état germanique qu'il s'agissait d'admettre et le fait est si vrai que la Hongrie elle-même, en grande partie hostile au gouvernement autrichien qui lui était imposé, souhaitait l'insuccès de l'emprunt.

Dans ces conditions le refus de l'emprunt pouvait s'expliquer. Il donnait satisfaction au vœu de l'opinion exprimé par la presse, porté jusqu'à la Chambre par une interpellation de M. Gerald qui mélangeait fort ingénieusement les doléances des actionnaires du Sud de l'Autriche à la question.

Ainsi, c'était donner satisfaction au désir peut-être peu éclairé, mais en tout cas sincère de la nation que d'écarter un tel emprunt.

Disons-nous que la mesure fut en même temps très judicieuse et très efficace au point de vue économique ? — Nous avons déjà bien des capitaux engagés en Autriche qui de façon ou d'autre contribuent à la prospérité de ce pays et par suite à son aisance financière. L'argent refusé ne rejoindra-t-il pas par des chemins détournés ces offres toutes prêtes de placement ?

Quoi qu'il en soit notre politique s'y est donné la satisfaction de souligner l'embarras de l'Allemagne, de montrer le prix de son concours, d'affirmer son patriotisme ; et quant au principe lui-même qui consiste à écarter d'autorité toute rente allemande ou

alliée à l'Allemagne, il se justifie au point de vue moral et a tout au moins l'avantage de donner satisfaction au patriotisme instinctif du pays.

Rôle des valeurs étrangères en cas de guerre. — C'est encore dans les considérations d'ordre politique qu'il faut faire entrer la remarque que nous ferons incidemment sur l'opportunité d'un stock varié de valeurs étrangères dans le cas d'une guerre européenne.

La guerre dont l'éventualité pèse sur l'Europe pourra être générale ou limitée. On pense plus généralement qu'elle entraînerait l'Europe entière dans son mouvement. Mais serait-elle limitée à un conflit franco-allemand qu'elle n'en déchaînerait pas moins une crise économique et financière générale.

Sans nous livrer aux suppositions que suggère une pareille éventualité, arrêtons-nous à la conséquence financière primordiale de l'État de guerre. La production nationale cessant dans les deux pays belligérants, ceux-ci se trouveraient réduits à vivre sur leurs réserves et leurs capitaux liquides. La circulation fiduciaire subirait une immense contraction et la parole resterait en définitive à l'or et aux billets strictement gagés par les encaisses des banques d'émission.

A ce point de vue notre pays jouit déjà d'un incontestable avantage.

Les encaisses des banques d'émission s'évaluent fin 1915,

Pour la Triple Alliance à . . .	3.274 millions or
Pour la Triple Entente à . . .	7.369 —
Pour l'Allemagne seule à . . .	910 —
Pour la France seule à . . .	3.206 —

Mais ces capitaux s'épuiseraient vite devant la consommation formidable d'argent qu'entraînerait la guerre moderne. Dès le jour de la déclaration, il faudrait songer à en créer d'autres, à faire ce que l'on a fort bien appelé la *mobilisation des capitaux*.

Or quels titres se prêtent plus naturellement à ces vastes réalisations que les valeurs étrangères, très divisées, portant sur des industries établies dans les contrées les plus diverses et parfaitement à l'abri des répercussions européennes. Sans doute nos fonds russes ne se prêteraient pas à de bien faciles réalisations. Mais l'Espagne offrirait un marché moins troublé où bien des réalisations seraient possibles. Dans toute l'Amérique la vente des titres représentatifs d'entreprises qui y sont situées pourrait se faire sur une vaste échelle.

Bien différente serait la situation des porteurs de valeurs nationales ; celles-ci ne sauraient être converties en espèces sur un marché où l'or n'existerait plus. L'Allemagne par exemple ne saurait que plier ses actions industrielles toutes gagées par des hauts fournaux éteints, des usines délaissées. Tout au plus pourrait-elle essayer d'en vendre quelques spécimens au dehors, mais à quel taux, dans un temps de suspension absolue de la production.

Ces remarques ne sont qu'une redite des avantages déjà reconnus aux valeurs étrangères dans les moments de crise. Mais il paraît juste de les détacher pour montrer que ceux dont on alarme le patriotisme en essayant de déconsidérer les placements étrangers, peuvent aussi trouver dans ces mêmes placements quelques bons côtés nationaux.

Enfin, pour compléter ce tableau, nous avons prévu la revente des valeurs étrangères dans leur pays d'origine, mais il ne faut pas s'en tenir là. Où la situation devient véritablement intéressante, c'est lorsqu'on imagine la revente sur le marché de l'adversaire des valeurs émanant de son propre pays. Certes l'opération se solderait en premier lieu par une perte terrible pour le vendeur. Mais ne serait-il pas savant d'aller chercher le nerf de la guerre chez son principal ennemi. Et quel coup porté dès le premier jour sur le crédit de l'adversaire. Rapportons-nous-en seulement aux dires d'un parlementaire allemand, et concluons, pour nous, que l'introduction même de valeurs allemandes sur notre marché n'irait pas sans nous donner quelques avantages sur nos rivaux.

Il faut conclure de ces brèves réflexions d'ordre politique que la souscription des emprunts étrangers est un argument toujours écouté dans les conversations diplomatiques. Les faits l'ont mainte fois prouvé et c'est l'avis auquel s'est publiquement rendu le gouvernement dans la personne de M. Poincaré, en considérant comme un « devoir de concilier cette puis-

sance financière qui est d'un si grand secours pour la France avec sa puissance militaire et navale (1) ». L'autorité du capital s'exerce parmi les peuples comme parmi les individus et les Français mettent à la disposition de ceux qui les gouvernent une force d'autant plus grande que leurs économies, toujours liquides et disponibles se présentent sous la forme la plus propre à cette sorte d'intervention.

Toutefois les gens exigeants ne paraissent pas encore satisfaits. Ils accusent a présent le pouvoir d'asservir la politique de la France à l'avidité des financiers.

Pour nous qui nous en tenons à des opinions plus modérées, il reste acquis que l'État peut légitimement faire servir les émissions financières à des fins de politique étrangère, et même demander aux rentiers d'accepter un léger sacrifice, si l'intérêt national l'indique, mais qu'ici encore tout est affaire de nuances, que les négociations gagnent à être menées avec une entière discrétion et que l'abus du système pourrait fatiguer l'épargne sans profit pour les affaires nationales.

1. *Débats parlementaires* (séance du 16 janvier 1912).

TROISIÈME PARTIE

CONDITIONS LÉGALES DE LA CIRCULATION DES VALEURS ÉTRANGÈRES EN FRANCE

Les règles relatives au statut des valeurs étrangères sont, en apparence, des plus larges.

Ces titres circulent librement en France. Les collectivités étrangères y font valablement négocier leurs actions ou obligations et même les y font souscrire sans autorisation du Gouvernement, à la seule condition d'être émises en conformité de leur loi nationale, d'acquitter les taxes et de se conformer aux mesures de publicité prescrites.

Mais l'intervention des pouvoirs publics commence dès que les sociétés sont amenées à rechercher la protection des autorités notamment pour faire admettre leurs titres à la cote officielle.

CHAPITRE PREMIER

L'admission des valeurs étrangères à la Cote officielle

Il est malaisé de dire à quelle autorité est dévolu, dans l'état actuel, le pouvoir de prononcer l'admission des valeurs étrangères à la cote des agents de change, l'action gouvernementale ayant introduit dans la procédure des pratiques que les textes ne recommandent nullement.

Etudions d'abord le système établi par la loi. Cette loi remonte aux premiers temps de la Restauration et au ministère de M. de Villèle qui, par l'ordonnance des 12-18 novembre 1823 rapporta les arrêts « faisant défense aux agents de change de coter d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes ».

La Révolution ni l'Empire n'avaient rien changé à ces arrêts prohibitifs. Le Code de commerce, lui-même, avait ignoré la question et c'est à M. de Villèle que revient l'honneur d'avoir créé notre marché de fonds d'États.

Les considérants qui précèdent l'ordonnance contiennent en quelques lignes un exposé doctrinal très clair du système de la loi française :

« Considérant que la permission de coter les effets publics des emprunts des Gouvernements étrangers n'implique, de la part du Gouvernement, *ni approbation des dits emprunts, ni obligation d'intervenir en faveur de ceux de nos sujets qui, de leur plein gré, y placeraient leurs capitaux.*

« ... Considérant, enfin, qu'il ne peut qu'être utile de donner un caractère légal et authentique aux opérations nombreuses qui se font déjà sur les emprunts des Gouvernements étrangers, les lois actuelles suffisant pour prévenir la fraude et l'insertion des clauses illégales dans leur négociation ;

« Article premier. — A l'avenir les effets publics des emprunts de Gouvernements étrangers seront cotés sur le cours authentique de la Bourse de Paris. »

Ainsi tout un système juridique était composé.

Le Gouvernement ne prend pas sous sa garantie les titres cotés ; les opérations se font aux risques et périls de ceux qui s'y livrent. L'intérêt national est de développer ces opérations, de leur donner un caractère officiel pour les empêcher de se faire en secret et loin de tout contrôle, enfin, de créer un vaste marché en variant l'emploi des fonds nationaux.

Villèle ouvrit ainsi de larges perspectives à l'initiative encore timide des financiers de son temps. L'avenir a justifié ses vues et dès 1823 des fonds prussiens, autrichiens, espagnols, badois venaient se faire inscrire à la Cote.

Malheureusement les dispositions trop brèves de

l'Ordonnance de 1823 laissaient quelques points dans l'incertitude. La question de la participation du Gouvernement à l'admission des valeurs n'était pas tranchée avec précision. C'est cette lacune qui a fait naître la question du droit d'intervention de l'État si souvent agitée depuis lors.

En fait, le système de l'Ordonnance de 1823 n'était pas douteux. L'affirmation que le Gouvernement se désintéresse du sort des valeurs et se préoccupe uniquement de la création d'un grand marché, contient implicitement l'intention de se dégager de toute participation. Mais la confusion naquit immédiatement du fait que la plupart des demandes d'inscription de fonds d'États continuèrent d'arriver par le canal des chancelleries.

La Compagnie des agents de change avait cependant seule qualité pour ouvrir ou fermer la Cote : une lettre ministérielle du 17 octobre 1837 ne laisse aucun doute sur l'opinion du Gouvernement. La Chambre syndicale, soucieuse de limiter ses droits au regard de l'autorité et de diminuer sa responsabilité, demanda que ce fût le Gouvernement lui-même qui décidât de l'admission des valeurs.

Il lui fut répondu que le ministre ne pouvait que « se reposer sur la prudence de la Compagnie pour concilier l'exécution des règlements avec ce qu'elle doit au public et à elle-même ».

C'est une fin de non-recevoir complète et la consécration positive de la *neutralité de l'État*.

Ce fut encore la doctrine officielle sous le gouver-

nement impérial. Le Second Empire ouvrit le marché aux valeurs émanant d'entreprises privées étrangères. Celles-ci s'introduisirent par tolérance dès 1854 et furent officiellement reconnues par le décret du 22 mai 1858. Or voici l'opinion de Rouher : « Les intérêts privés doivent se surveiller eux-mêmes sans le contrôle de l'autorité judiciaire... (et parlant ensuite des émissions) : Ou bien le gouvernement refuse l'autorisation et alors il est en face d'une puissance amie à l'état d'hostilité apparente, ou bien il autorise et alors il semble recommander l'opération (1). »

Les droits conférés aux agents de change n'empêchaient pas ceux-ci d'en référer à l'autorité ministérielle pour la mettre à même de formuler son opposition si les intérêts de la politique ou du Trésor l'exigeaient. M. Magne rappela même la Compagnie à l'observation de cet usage à propos d'un emprunt égyptien pour lequel il n'avait pas été consulté. Mais le ministre ne prétendit pas contester la validité de l'admission.

Ce droit parfaitement reconnu au ministre d'arrêter les négociations pour un intérêt supérieur trouva enfin sa formule dans le décret du 6 février 1880 :

Art. 5. — « Le ministre peut toujours interdire la négociation en France d'une valeur étrangère. »

Ainsi le Gouvernement ne joue normalement aucun rôle dans la procédure d'admission. La loi lui réserve seulement le droit d'intervenir dans des cas graves

1. Séance du Corps Législatif du 26 février 1869.

pour « interdire la négociation » (et non discuter l'admission). C'est un droit de *veto*.

L'ensemble du système de la loi française, confirmé encore par le décret du 7 octobre 1890, peut se résumer de la façon suivante :

1° Les banquiers émettent sous leur responsabilité ;
2° La Chambre syndicale statue sur l'admission à la cote ;

3° Les ministres apprécient si les intérêts du Trésor sont respectés et si la situation politique ne s'oppose pas à l'admission de l'emprunt.

Ce n'est donc pas au Gouvernement qu'appartient le droit de prononcer l'admission ou l'ajournement mais aux agents de change.

Telle nous semble être la loi. Voyons maintenant ce qui se passe en réalité.

En fait le Gouvernement est toujours consulté. Et d'ailleurs, quoi de plus naturel, puisqu'il possède un droit de veto, que de le mettre à même de l'exercer.

Il est consulté par les agents de change. Il l'est également par les Syndicats de banquiers à terme et au comptant. Bien entendu ceux pour qui la cote officielle n'est pas assez étroitement surveillée, s'inquiètent encore plus du marché en banque. Il va de soi que les coulissiers, dont les opérations échappent presque complètement à la réglementation, auraient beau jeu à se soustraire à l'avis du Gouvernement s'ils avaient quelque raison pour cela. Mais comme il est certain qu'ils ne pourraient pas effectuer, sur des va-

leurs lancées contre l'assentiment du ministre, les opérations en vue desquelles ils se livrent à ces émissions, à quoi bon supposer qu'ils cherchent à se soustraire à cette coutume. De toute façon le Gouvernement aura toujours le dernier mot dans un conflit qui s'élèverait avec les financiers et ceux-ci cherchent si peu à se soustraire à sa surveillance qu'aucune émission n'a encore été faite contre la volonté du pouvoir.

Or l'État ne se contente pas de cette pratique si constante soit-elle. Ses agissements dans la négociation de plusieurs emprunts récents ont montré qu'il entend être partie dans la délibération et pouvoir disposer de la cotation pour s'en faire un moyen de pression sur les emprunteurs.

L'intervention du Gouvernement dans l'admission des valeurs étrangères

La première tentative du pouvoir pour se prévaloir de ce droit remonte à une lettre ministérielle de M. Magnin, ministre des Finances en 1880. Encore le ministre s'y sent-il si peu sûr de ce qu'il avance, qu'il essaye de justifier son intervention en alléguant que la Compagnie des agents de change est placée dans ses attributions et relève de son autorité. Ce prétexte ne saurait, malheureusement, trancher la question et la difficulté reste entière de savoir si le Gouvernement peut puiser dans les embarras de sa politique extérieure le droit de s'approprier une arme que les textes laissent entre les mains d'une corporation officielle mais indépendante,

Quoi qu'il en soit, les interventions de ce genre se sont multipliées et le Gouvernement a fait en plusieurs occasions de l'admission des emprunts étrangers le prix de ses prétentions à d'autres sujets, en sorte que les financiers laissés en dehors des négociations se sont plaints que l'État se fut approprié sur la cote un droit de propriété qui ne lui était conféré nulle part.

Puisque l'État s'est attribué ce pouvoir par une extension du droit de veto qui n'était pas dans l'esprit des législateurs, sa conduite peut être discutée.

Nous ne reviendrons pas ici sur l'opportunité de ces actes. La question des compensations économiques et politiques a été débattue et nous avons dit que l'intervention de l'État se faisait toujours au détriment de l'épargne et n'était admissible que dans des cas d'une gravité exceptionnelle.

Mais une autre question se place naturellement ici. Est-ce bien l'État, dans la personne de son gouvernement, qui est qualifié pour agir de la sorte, soit que des intérêts supérieurs soient en réalité mis en cause, soit que pour tout autre motif une intervention ait paru opportune.

L'organisation de la finance française — si critiquée par certaines personnes — a justement l'avantage de faire passer les émissions par le canal d'établissements tout puissants et jouissant d'une grande autorité. On a vu le Gouvernement dans ses embarras politiques recourir à leur concours. Ne serait-il pas naturel de laisser à ces personnalités financières le

soin de faire prévaloir les intérêts nationaux. Une émission étant avant tout une affaire, n'y aurait-il pas lieu d'en laisser la conclusion aux gens d'affaires. Ceux-ci exerceraient la même influence que l'État lui-même puisqu'ils disposeraient comme lui de la souscription des titres, mais leur caractère privé leur permettrait d'entrer dans des conversations plus variées. L'État ne peut faire ni concessions ni avances, il est de sa dignité de poser ses conditions et de s'y tenir. Mais est-ce là le moyen de faire de bonnes affaires commerciales ?

En laissant la main aux gens de métier, un Gouvernement ne se désintéresse pas pour cela du bien du pays. Son droit de veto lui assure, en dernier ressort, un contrôle indiscuté sur leurs agissements. Aucune maison de banque française n'aurait l'arrogance de résister aux suggestions de l'État qui resterait toujours maître d'intervenir par ses avis.

En revanche l'État éviterait ainsi deux écueils d'une réelle gravité que comporte son intervention directe.

Il faut prévoir, en effet, que les affaires recommandées par le laisser-passer gouvernemental ne seront pas toujours bonnes. Elle le seront quelquefois d'autant moins que leur admission aura été motivée par des raisons politiques. Des difficultés se produiront et le public ayant conscience d'avoir été guidé dans ses achats par un encouragement officiel se dira trompé et rendra le Gouvernement responsable de sa propre imprévoyance. A la longue et quand l'État par ses décisions aura pris le patronage de la

majorité des valeurs, nous estimons qu'il aura de la peine à se soustraire aux revendications des porteurs de titres.

Ceci vis-à-vis du pays. Mais au regard des nations dont les emprunts seront acceptés ou repoussés pour des motifs tirés de tel ou tel chapitre de nos exportations, quelle suite inextricable d'engagements ! On a suffisamment critiqué l'usage qui fait de nos ambassadeurs des placiers en vins ou en boutons de manchettes : il est visible que, pour intervenir dans ces choses sans perdre de sa dignité, l'État doit employer les formes les plus discrètes et qu'il a tout avantage à cacher son jeu derrière des négociations particulières. En dernier lieu on ne peut méconnaître le danger qu'il y a d'ajouter ces articles aux motifs déjà nombreux de différents internationaux. La presse allemande, dont la mauvaise humeur se traduit souvent d'une façon inconsidérée, nous avertissait naguère, si nous nous aventurons trop avant dans cette politique financière et commerciale, « de payer une large prime à l'armée et à la marine, ces deux assurances contre les accidents internationaux ».

Malgré ces raisons nos Gouvernements se montrent de plus en plus disposés à jouer de cette arme difficile. Ils cèdent, en ce faisant, aux sollicitations de la Chambre des députés qui les a plusieurs fois mis en demeure d'affirmer le principe de l'intervention. « La Chambre invite le Gouvernement à refuser l'admission des valeurs étrangères à la cote officielle de la Bourse, lorsque cette admission peut compro-

mettre la défense des intérêts français à l'étranger. » (Proposition de résolution Damour à propos des actions du Crédit foncier Cubain) (1).

Le Gouvernement cède à ces instances, confondant un peu dans ses négociations, l'intérêt politique, les doléances de commerce, la défense des capitaux français laissés en souffrance. Les résultats les plus clairs sont d'ordre verbal : « Nous nous attachons, lorsque les demandes d'emprunts se produisent, à obtenir des satisfactions sans lesquelles, généralement, nous refusons l'admission... » (M. Pichon à la Chambre, à propos de l'emprunt hongrois.) « Le Gouvernement n'a pas attendu... pour décider que dans toute demande d'admission l'intérêt français devait primer l'intérêt financier. » (M. Poincaré) (1).

Dans les faits ces intentions se traduisent par une politique opportuniste. Un certain nombre d'emprunts sont arrêtés. Quelques satisfactions sont obtenues. La Suède qui n'en consomme pas a consenti une détaxe sur les vins français. Mais ces avantages ne semblent pas de nature à compenser l'incertitude que le refus gouvernemental fait peser sur les décisions des agents de change.

1. Débats parlementaires, 3 février 1912. Une discussion analogue s'était déjà produite le 21 janvier 1909 à propos de la cotation de valeurs argentines.

2. *Id.*

Situation juridique des valeurs admises à la Cote

Toutes les mesures que nous avons jusqu'ici discutées n'ont d'autre résultat que l'inscription des valeurs à la Cote officielle des agents de change.

Il y a lieu de spécifier la situation qui résulte de ce fait au regard de chacun, afin d'écartier des confusions souvent commises.

L'admission à la Cote est distincte de l'émission des titres bien qu'elle l'accompagne souvent. Ce n'est pas en vertu de leur admission que ceux-ci auront une existence légale ou qu'ils deviendront négociables. L'admission n'a pour effet que de les introduire sur le marché officiel en leur assurant la cotation régulière des cours auxquels ils auront été traités.

Il en résulte pour les porteurs l'obligation de négocier leurs titres par l'intermédiaire des agents de change, mais aussi la garantie morale que confère au Parquet la surveillance de la Compagnie. Hâtons-nous de dire que cette garantie est à peu près insignifiante et ne se double d'aucune garantie matérielle.

La Compagnie ne prend aucun engagement vis-à-vis du public. Elle n'est même pas tenue d'apprécier la solidité de l'entreprise. Elle peut le faire : « La Chambre syndicale peut demander toutes justifications nécessaires... » (art. 3 décret 6 fév. 1880). Mais elle n'est obligatoirement tenue que des vérifications contenues dans l'article 2 : « La Chambre syndicale

près de la Bourse où l'admission est demandée se fait remettre.

1° Les actes publics ou privés en vertu desquels cette valeur a été créée dans son lieu d'origine ;

2° La certification par l'autorité consulaire établie en France que ces actes sont conformes aux lois de leur pays d'origine et que la valeur est officiellement cotée dans le dit pays, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par certificat ;

3° La justification par le ministre des Finances de l'agrément d'un représentant responsable du paiement des droits du Trésor.

A cela se limitent les devoirs des agents de change. Il va de soi que les responsabilités qu'ils prennent vis-à-vis du public sont équivalentes. Ils considèrent encore si les opérations susceptibles d'être faites sur ces valeurs sont de nature à permettre l'établissement d'un cours authentique et ne risquant pas d'être faussé.

Mais ils ne prennent aucune responsabilité sur le fonds de l'affaire, sur ses qualités commerciales, sur les cours éventuels qui pourront être réalisés (1).

Quant au Gouvernement, n'exerçant sur la Bourse qu'une surveillance éloignée, il est le plus irresponsable de tous et cela se comprend du reste. C'est une profonde erreur de supposer que, parce que la cote est officielle elle entraîne la moindre garantie du

1. La Chambre syndicale n'est garante que de la négociabilité des valeurs. Cass Civ., 4 déc. 1877, *Dall.*, 78, I, 251.

pouvoir. Mais c'est parce que l'État ne prend aucune responsabilité qu'il n'a pas non plus le droit de dicter à l'épargne ses placements en ouvrant ou fermant à sa discrétion le guichet des émissions. « Le public français, disait le représentant Mathieu-Bodet dans son rapport de 1872, est toujours disposé à croire qu'une opération autorisée par l'autorité publique lui offre toute garantie de sécurité. »

Il est regrettable, mais il est vrai que les Français ont pris l'habitude d'attendre une protection partout où ils aperçoivent une parcelle de l'autorité publique. « Je déplore de la façon la plus absolue, a dit M. Klotz devant la Chambre, que chaque fois qu'il s'agit d'une émission, on écrive sur les prospectus : « l'admission à la cote officielle sera demandée », ce qui peut faire croire à un certain public qu'elle pourra même être obtenue. »

En somme aucune responsabilité sérieuse ne sanctionne les décisions des autorités compétentes en ce qui concerne l'introduction des valeurs à la cote ni hors de la cote. Est-ce là un mal ? Non, à notre sens, et dans ces affaires où le hasard joue un grand rôle, il est préférable de laisser les erreurs des uns compenser celles des autres et d'attendre de l'initiative spontanée des intéressés le redressement des erreurs commises, plutôt que d'instituer une doctrine officielle et gouvernementale du placement qui ne sera pas mieux éclaircie, mais dont les fautes portant sur un plus grand nombre de cas pourront avoir des conséquences plus dangereuses.

Règles de l'admission des valeurs étrangères sur les principaux marchés européens

Une brève comparaison des conditions d'accès aux marchés financiers français et étrangers fera clairement ressortir l'importance des droits que s'arrogent notre Gouvernement sur la direction des affaires.

L'Angleterre et l'Allemagne sont de notre temps les seuls pays capables de fournir des sommes considérables aux emprunteurs du dehors. Personne, il est vrai, ne sera surpris de rencontrer en Angleterre un régime plus libéral que le nôtre, mais le fait que l'Allemagne elle-même nous donne l'exemple de plus de liberté prouve bien que nous avons fait en France une place très large à l'intervention gouvernementale.

A. — Angleterre

A Londres comme à Paris les principaux intermédiaires de Bourse, réunis en corporation, sont maîtres de leur cote. Sans avoir une situation aussi officielle que les agents de change de Paris, les *brookers* ont une autorité morale aussi considérable sur le marché londonien.

Dès lors l'admission aux négociations officielles leur appartient ; c'est un droit qu'ils exercent en toute autorité (1).

Certes le *Stock exchange* ne s'aventurerait pas à avoir une politique personnelle différente de celle du

1. *Rules and regulations of the Stock Exchange.*

Gouvernement. Nous avons déjà dit qu'un pareil conflit dans tous les pays du monde était impossible et inadmissible. Toutefois si le fait se produisait le *Foreign Office* n'aurait aucun moyen légal de coercition à l'égard de la Bourse.

Et le *stock exchange* a montré récemment la mesure de son indépendance à l'égard de la politique gouvernementale en traitant un emprunt chinois qui mit en échec la politique de six Gouvernements.

Dans ce conflit qui vaut la peine d'être rappelé, le Gouvernement britannique ne s'est pas reconnu le droit d'adresser autre chose que des conseils aux financiers.

Voici les circonstances de cette affaire. La jeune république chinoise ayant des besoins financiers importants, s'adressa aux Gouvernements étrangers pour la conclusion d'un emprunt. Une machine politico-financière fut immédiatement mise en œuvre par les principales puissances et un consortium composé de la Grande Bretagne, de l'Allemagne, des États-Unis, du Japon, de la Russie et de la France, offrit de consentir une avance de 60 millions livres sterling à la Chine. La participation de nations ne possédant pas de capitaux suffisants pour elles-mêmes comme les États-Unis, la Russie et le Japon prouve bien les fins politiques de cette combinaison. La Chine méfiante décline alors les conditions du consortium et préfère entrer dans les vues d'un financier anglais qui lui offre 40 millions en s'entourant du concours de quelques banques.

Naturellement le *Foreign Office* fit tous ses efforts pour désarmer le financier rivalet invita positivement le banquier à renoncer à son affaire. Mais quand celui-ci eut demandé au Gouvernement ministériel une injonction par écrit, on n'osa pas la lui donner, et constater ainsi une intervention que le public anglais n'eût pas admise.

Cet épisode prouve d'une manière indéniable que le Gouvernement anglais ne se croit pas autorisé à agir autrement que par voie d'avis ou de conseils sur les *brookers* maîtres de leur cote. La suite des événements a du reste montré que l'opposition d'un financier à la politique d'un pays est assurée d'un insuccès plus ou moins proche.

B. — Allemagne

En un sens l'admission est très réglementée. La loi sur les Bourses, très minutieuse et très savante, l'entoure de nombreuses formalités et de justifications à fournir.

La décision est cependant laissée au *Comité de la Bourse* (composé de commerçants et de banquiers) qui statue en toute indépendance. Le Gouvernement y est représenté mais il n'intervient pas.

En un mot la loi prend des précautions contre l'introduction des mauvaises valeurs mais elle fait crédit au comité sur la résolution à adopter.

C. — Autres pays

En *Belgique* c'est une commission nommée par le Collège échevinal qui prononce.

En *Italie* et en *Espagne* seulement, où l'insuffisance des capitaux nécessite leur conservation à l'intérieur du pays, l'autorisation gouvernementale est requise.

La *Russie*, enfin, prohibe purement et simplement la cotation des fonds étrangers.

CHAPITRE II

Régime fiscal des valeurs étrangères

A la différence des lois concernant la condition des valeurs étrangères circulant en France qui ne leur imposent aucune règle particulière avant la demande d'inscription, la loi fiscale atteint ces titres dès le moment où leur existence se laisse officiellement constater.

L'émission, l'introduction, la simple énonciation (telles sont les expressions pittoresques de la littérature fiscale), donnent lieu à la perception de droits.

Ceci laisse présager un régime sévère qu'il nous importe de connaître.

Nous l'exposerons aussi brièvement que sa complexité le permet en deux chapitres correspondant aux traitements différents des fonds d'États et des titres émanant de collectivités particulières.

Actions et obligations des sociétés, villes ou provinces étrangères

Ces titres échappèrent à l'impôt jusqu'en 1857 bien que leur négociation fut devenue courante dès 1854.

Loi et décret des 23 juin, 17 juillet 1857. — Cette

loi, reconnaissant qu'il y avait dans les titres de compagnies étrangères une matière appréciable pour le fisc, leur étendit les impôts édictés sur les titres français.

Ainsi fut posé le principe de l'*équivalence des taxes*. Devenaient donc applicables aux sociétés étrangères le droit de timbre créé par les articles 14 et 22 de la loi du 5 juin 1850 et le droit de transmission créé par la loi de 1857 elle-même. Le mode de perception devait être déterminé par un règlement d'administration publique.

Ce règlement intervint le 17 juillet 1857 et créa le système du représentant responsable de l'acquittement des droits par la société, et de la quotité imposable fixant l'étendue des charges de la société.

Extension des taxes aux emprunts publics. — A ce moment les titres de sociétés étaient seuls atteints.

L'article 1^{er} de la *loi du 30 mars 1872*, lors du remaniement de notre système d'impôts après les événements de 1870 étendit la taxation aux « titres émis par les villes, provinces et corporations étrangères et par tout autre établissement public étranger ».

De la sorte, les deux taxes de timbre et de transmission devenaient également perceptibles sur tous les titres autres que de fonds d'Etats français ou étrangers.

Impôt sur le revenu des valeurs étrangères. — Lorsque la loi du 29 juin 1872 établit en France la troisième taxe globale portant sur les sociétés françaises, c'est-

à-dire la taxe sur le revenu, elle l'étendit par son article 4 aux valeurs étrangères.

Tous les titres étrangers autres que fonds d'États furent désormais passibles des trois même taxes que les sociétés françaises : *timbre, transmission, revenu*.

Le cadre de la législation fut ainsi arrêté dès 1872. Les modifications ultérieures (presque aussi nombreuses que les lois de finances) n'y ont presque apporté que des aggravations de tarifs.

Événements donnant lieu à l'application des droits.

— Dès 1872 la loi s'est préoccupée d'encercler les valeurs étrangères dans des termes assez généraux pour pouvoir les saisir dès la première minute de leur existence en France. Tandis que la loi de 1857 ne prévoyait que le fait d'être cotées ou négociées, la loi de 1872 (art. 4) fait intervenir les droits dès que les titres sont *cotés, négociés, exposés en vente* ou *émis en France*.

Mais une distinction devenait nécessaire, ces faits étant de nature très différente. L'émission et la cotation concernent la masse des titres et se prêtent à une application globale de l'impôt telle que celle que la loi cherche à mettre au compte de la société. La négociation, au contraire, ne touche le plus souvent que des titres isolés ; de plus elle est le fait des particuliers et non de la collectivité. Sans doute le régime de l'abonnement met le droit de mutation à la charge de celle-ci, mais au cas où l'entreprise étrangère n'est pas soumise à l'abonnement, il faut un régime pour les négociations individuelles.

Dans la pratique la solution était donnée par l'article 2 de la loi du 30 mars 1872 : « Nul ne pourra négocier, exposer...des titres non timbrés. » Mais la Cour de cassation maintenait la nécessité du fait personnel de la Société pour l'exigibilité des taxes globales (1), et faute d'un impôt plus rationnel, on échoua par la loi de finances du 28 décembre 1895 dans le système qui consistait à élever simplement à 2 % le timbre de l'article 2 précité de la loi de 1872.

Dès lors il y a lieu d'étudier successivement :

a) L'application des taxes globales ;

b) La perception du droit de timbre sur les titres pour lesquels la société n'est pas abonnée.

a) *Taxes globales*

Elles se rapportent d'après ce que nous venons de dire aux actes émanants de la société étrangère elle-même. Ces faits sont : 1° l'émission des titres (souscription, inscription à la cote) ; 2° le *service des titres* (prévu par la loi de finances de 1898).

Nous n'avons pas à décrire ici tout un régime fiscal qui est en majeure partie celui des valeurs françaises, par exemple en tout ce qui concerne l'abonnement. Nous n'insisterons que sur les particularités concernant les valeurs étrangères.

Particularités concernant l'assiette de l'impôt. — L'impôt est perçu en bloc sur une partie du total des titres de la société, dite *qualité imposable* et non pas

1. Cass. civ., 12 avril 1897. S. 98.1.241.

individuellement sur ceux de ses titres circulant en France.

Article premier du décret du 24 mai 1872. — « Le nombre de titres qui doit servir de base à la perception des droits de timbre et de transmission... est fixé par le ministre sur l'avis préalable d'une commission. »

Décret du 6 décembre 1872 (art. 3). — « La taxe sur le revenu est assise sur la même base... »

C'est donc le ministre qui a le pouvoir de fixer arbitrairement l'étendue des charges de la société. Une enquête est faite dans la pratique ; l'avis de la *Commission des valeurs mobilières* obligatoirement requis, mais le droit du ministre n'en est pas moins exorbitant.

Il est vrai que les plaintes des intéressés sont fort rares.

Mais les règles relatives à la quotité contiennent d'autres exigences.

Par exemple, le chiffre arrêté par le ministre ne peut descendre au-dessous d'un *minimum légal* fixé au 1/10 du capital-actions et aux 2/10 du capital-obligations, le capital étant l'ensemble des titres émis par la société en France ou à l'étranger.

Période triennale. — Enfin, dernière particularité plus gênante à elle seule que les précédentes : pour assurer un certain équilibre dans les charges des contribuables et les droits du Trésor, la quotité imposable est déterminée pour une période de trois ans et les intéressés n'y peuvent rien faire changer

pendant ce délai, quelques événements qui puissent intervenir.

Particularités relatives au mode de perception de l'impôt. — Représentant responsable. — Il a pour rôle de garantir au fisc la perception de droits dont le recouvrement pourrait être difficile sur des personnes morales étrangères.

Le représentant responsable est une création du décret de 1857 qui devait prendre diverses mesures d'exécution pour assurer le recouvrement des nouvelles taxes. Institué à cette époque en vue du recouvrement des seuls droits de timbre et de transmission, il a vu ses attributions augmenter au fur et à mesure des diverses extensions de la loi fiscale.

La loi du 13 avril 1898 a, toutefois, apporté à sa constitution une variante considérable en autorisant le dépôt d'un *cautionnement en numéraire*, aux lieu et place du représentant responsable. Avant cette date la garantie était nécessairement personnelle, devait être, tout au moins, une personne morale (le plus souvent l'établissement financier chargé du service de l'emprunt).

Le représentant, une fois désigné par la société, et agréé par le ministre, est personnellement tenu de l'acquittement des taxes : situation juridique exceptionnelle tenant à l'originalité des fonctions qu'il remplit. Mais c'est l'étendue des responsabilités encourues par le représentant qu'il faut considérer : il souscrit à toutes les dettes de la société envers le fisc provenant soit d'amendes, soit de taxes, même aux

frais. La durée de son engagement est illimitée et porterait sur l'existence entière de la société si l'impossibilité de fournir caution dans ces conditions n'avait nécessité une tolérance limitant à la période triennale l'effet de son engagement. Enfin l'obligation qu'il accepte ne peut comporter aucune restriction, pas même être limitée à une quotité imposable déterminée, et porte sur la totalité des titres à moins qu'une portion limitée, une série par exemple, n'ait seule accès sur le marché français sans aucune confusion possible.

Ces charges sont telles que les sociétés étrangères se sont maintes fois trouvées dans l'embarras pour fournir une caution qui souscrivit de si lourdes responsabilités. Le système du cautionnement a par suite apporté à beaucoup d'entre elles un appréciable soulagement.

Le cautionnement rend du reste les mêmes services que le représentant responsable. La seule difficulté qu'il fasse naître est d'en déterminer le montant de manière à obtenir une garantie suffisante avec le moindre versement. La loi décide qu'il ne pourra être inférieure « à la somme représentant approximativement le total des taxes annuelles exigibles pour une période de trois années et calculées sur les 5/10 des titres pour lesquels l'abonnement aura été demandé.

L'introduction du cautionnement a donc amélioré la situation des contribuables, mais pourquoi, lorsqu'une entreprise justifie de sa solvabilité et lors-

qu'elle possède des biens en France, la loi ne se contente-t-elle pas de ces garanties ?

b) *Application du droit de timbre aux titres
circulant en France isolément*

L'exposé des règles précédentes montre bien que l'intention de la loi française est de mettre l'impôt à la charge de l'établissement créateur des titres.

Ce système peu recommandable au point de vue juridique a été préféré pour la facilité du recouvrement des droits. Avec la garantie du représentant responsable et la détermination discrétionnaire de la quotité imposable le fisc, n'a plus rien à craindre sur l'encaissement de ses droits.

Mais il faut alors prévoir que des sociétés étrangères n'ayant pas voulu faire les frais d'une telle aventure, leurs titres pourront quand même, isolément, circuler sur le marché français. Les libres négociations entre les personnes et certains faits dont le plus fréquent est l'ouverture d'une succession, amèneront en France des valeurs mobilières pour lesquelles aucun versement n'aura été fait par la collectivité d'origine.

Ces titres ne donneront lieu à aucune émission ni souscription qui entraîneraient immédiatement l'application de la taxe globale, mais ils pourront être la matière de négociations actives en coulisse.

Par raison d'équité et par raison d'ordre il fallait à ces titres un régime fiscal. Mais deux difficultés sur-

gissaient dès l'abord. Comment atteindre ces titres ? Quels droits leur appliquer ?

Faute de mieux, il fut décidé que toutes leurs manifestations (même la simple énonciation) donneraient lieu à l'ouverture de l'impôt. Quant à la nature du droit à établir, on en chercha vainement une forme parfaite. La situation, dès longtemps pendante, était réglée d'une façon toute provisoire par l'application du droit de timbre. C'est ce système qui finit par devenir régulier et, devant le fait accompli, les lois de finances se bornèrent à en majorer le tarif en même temps que celui des fonds d'États.

Ces valeurs sont donc aujourd'hui (art. 8, loi du 30 janvier 1907) passibles d'un impôt proportionnel une fois payé de 2 % sur le capital nominal, impôt élevé, sans doute, mais, à tout prendre, aussi justifié et peut-être meilleur que les multiples droits pesant sur les valeurs étrangères soumises à l'abonnement. Mais comment ne pas remarquer, à propos de ce droit de timbre, que la loi fiscale en arrive purement et simplement, par ses multiples détours, à se mettre en contradiction avec elle-même.

Ses deux principes fondamentaux sont ici méconnus :

1° Aucune équivalence n'existe entre les valeurs étrangères ainsi timbrées et les valeurs françaises soumises aux trois taxes ;

2° L'impôt que la loi veut mettre à la charge des collectivités retombe sans partage sur le porteur actuel du titre étranger.

Résumé du régime fiscal des titres de sociétés
villes ou provinces étrangères

Ce régime peut se résumer dans le tableau suivant,
contenant les tarifs :

Valeurs régulièrement abonnées

Droit de Timbre : Droit annuel de 0 fr. 06 par 100 fr. de capital nominal des titres, irrévocable même en cas de réduction du capital des titres.

Droit de Transmission : Taxe annuelle payée obligatoirement par tous les titres sans distinguer s'ils sont au porteur ou nominatifs. Le montant est de 0 fr. 25 % du capital réel évalué sur le cours moyen du dernier exercice.

Impôt sur le revenu : Perçu sur la base du revenu des titres, il est de 4 % de ce revenu depuis la loi de finances du 26 décembre 1890.

Valeurs circulant isolément

Droit de Timbre : Droit unique et proportionnel de 2 % du capital nominal perçu à l'occasion des faits qui le rendent exigible (lois du 28 déc. 1895 et 13 avril 1898).

Le tableau des charges pesant sur la négociation des valeurs étrangères ne serait pas complet si l'on n'y ajoutait la mention de l'impôt sur les *Opérations de Bourse* porté par la loi du 31 décembre 1907 à 0 fr. 10 par 100 francs.

Fonds d'États étrangers

Les États étrangers bénéficient, devant la loi fiscale, d'un traitement tout différent de celui auquel sont astreints les emprunteurs particuliers.

On a vu que le mode normal de perception de l'impôt sur les titres privés était par voie de taxes globales acquittées par la collectivité émettrice. Le respect de la Souveraineté des États et les principes de courtoisie internationale s'opposaient à la perception directe d'un impôt sur la personne de l'État emprunteur. C'est même un principe de droit international qu'on ne peut poursuivre les États pour l'exécution de leurs engagements.

Aussi le législateur s'est-il trouvé très embarrassé lorsqu'il s'est avisé de taxer les valeurs étrangères. La loi du 23 juin 1857 commença par laisser les emprunts de côté et ne les comprit pas dans ses dispositions. « Il a paru difficile, disait en 1872 Mathieu Bodet pour expliquer la chose, de fixer conventionnellement une taxe annuelle sur tout ou partie du capital représenté par les titres de rente d'un État, parce qu'il a semblé que le Trésor français ne pouvait pas entrer pour l'acquittement de l'impôt en relations directes avec le Gouvernement qui a émis ces titres. »

Mais les fonds d'État n'échappèrent pas à l'Assemblée nationale qui, devant faire face à des besoins plus pressants, rechercha le moyen de les atteindre. Pouyer-Quertier, ministre des Finances, proposa bien

la mise de l'impôt à la charge des Gouvernements emprunteurs. Mais Thiers s'y opposa au nom du droit international et au nom de l'intérêt économique du pays, car il comprenait que de grosses créances sur l'étranger nous redonneraient une influence morale et financière nécessaire au rétablissement de notre influence politique.

Il fallait atteindre le porteur de titre au défaut de l'émetteur. C'était le même problème qui s'était posé, nous l'avons vu, pour les titres de sociétés échappées aux taxes globales. On résolut de la même façon ces deux cas semblables, par l'application d'un droit de timbre. Il était établi sur les fonds d'État, un droit de timbre au comptant, avant tout usage en France, portant sur le capital et devant être payé par les porteurs de titres ou par ceux qui coopèrent à leur émission. On a justement comparé cet impôt à un droit d'entrée, sorte de droit de douane acquitté une fois pour toutes sur les titres introduits en France. Par la suite ces titres circulent librement.

Ce régime considéré comme plus favorable — et il l'était réellement au temps où le droit ne montait qu'à 0 fr. 50 %. — était strictement réservé aux emprunts publics. Nous avons vu que les villes et établissements publics étrangers payaient les taxes globales. On ne voulut jamais leur accorder le régime des emprunts d'États dont bénéficièrent seuls, en dehors des nations reconnues, quelques États appartenant à des confédérations comme la Suisse ou le Brésil.

Depuis lors on n'a pas cessé de chercher une

solution plus élégante à ce problème fiscal. Les ministres et les Commissions s'y sont évertués sans succès.

Dès lors l'histoire de cet impôt fut la même que celle de presque tous les autres. Elle se composa d'aggravations successives qui portèrent le droit à 1 % du capital, puis à 2 %.

Dans l'état actuel, le timbre frappe donc les rentes étrangères d'un *droit unique et proportionnel de 2 % sur la valeur nominale de chaque titre ou coupure* considéré isolément et portant sur un minimum de 100 francs.

La loi réclame ses droits dès le premier moment de l'existence du titre en France : soit qu'il y soit émis et dans ce cas « les certificats ne pourront être remis aux souscripteurs sans avoir acquitté les droits » (art. 2, loi 25 mai 1872)(1), soit qu'il y soit seulement introduit, ce qui le rend passible du droit de timbre déjà cité sur les valeurs circulant isolément.

Résultats de cette législation au point de vue de l'introduction de valeurs étrangères

Un système d'impôts comme celui que nous venons d'exposer se condamne lui-même. Eût-il tous les mérites que sa complication suffirait à le faire écarter. Il n'y a pas là une législation mais un ensemble

1. Pour plus de sûreté l'émission n'est permise qu'après avis préalable donné au bureau de l'enregistrement.

de mesures de circonstances ajoutées comme autant de pièces à un corps surchargé de morceaux.

Certes nous ne sommes pas partisans d'abolir les impôts éprouvés que le passé nous lègue pour y substituer un système imaginaire de lois fiscales. Mais en ce qui concerne les valeurs étrangères, il semble que l'on soit arrivé au point où la législation a perdu par d'incessants remaniements tout équilibre et où la nécessité d'une refonte s'impose pour rétablir l'ordre et l'unité dans la confusion des textes existants.

Au moins, au prix d'une telle obscurité, a-t-on pu maintenir intact le principe fondamental de cette œuvre législative ? Nous avons vu que toutes les législatures qui ont contribué à l'ouvrage ont eu la préoccupation d'affirmer le principe de l'égalité des charges et que c'est pour le réaliser qu'elles se sont laissées entraîner à ces créations morcelées.

Mais ce résultat est-il obtenu ?

On s'accorde généralement pour le nier. On s'accorde moins bien pour dire dans quel sens l'équilibre a été rompu.

M. Caillaux affirme que le système favorise les emprunts étrangers. Nous ne le pensons pas. Il est bien vrai qu'un titre de rente étrangère de 500 francs est libéré moyennant 10 francs une fois versés, tandis que les droits annuels pesant sur les valeurs françaises (2 fr. 25 par an sur les titres au porteur et 1 fr. 27 sur les valeurs nominatives) constituent vite une charge plus lourde que le versement unique de 10 francs.

Pour nous c'est la une anomalie, conséquence forcée d'une législation fragmentaire et dépourvue d'ensemble. Le rapprochement n'est du reste pas naturel, les fonds d'État français étant complètement déchargés d'impôts. Enfin notre opinion est que ce n'est pas tant par leurs tarifs que nos lois fiscales pèsent sur les entreprises, mais par les formalités administratives et les tracasseries qu'elles imposent.

Ce ne sont pas seulement quelques différences de tarifs qui ont fait échouer le principe de l'équivalence des taxes ; c'est toute la conception des moyens mis en œuvre pour assurer l'application de la loi aux valeurs étrangères.

Le législateur ne s'est pas aperçu que pour réaliser la peréquation des charges, il ne fallait pas seulement appliquer aux deux catégories de titres les mêmes taxes, mais qu'il fallait encore les amener dans des conditions analogues sous le coup de la loi. Que sert-il d'avoir énoncé des impositions identiques si l'on amène à contribution d'un côté tous les titres existants (ce qui crée une imposition équitable et divisée à la charge des porteurs) et de l'autre un lot arbitraire de valeurs donnant lieu à une perception globale sur l'établissement d'origine ?

C'est la base même de l'impôt qui s'oppose à l'équivalence des perceptions et la moindre analyse permet de voir qu'en dépit des tarifs elle constitue un régime insoutenable pour les sociétés imposées.

Pour ne pas parler des embarras inhérents à la

constitution du représentant responsable et aux mille autres formalités que les sociétés considèrent comme des chinoiseries administratives, signalons seulement les faits les plus préjudiciables aux établissements étrangers.

Tout le poids de l'impôt retombe avons-nous dit sur l'entreprise pour laquelle l'admission des valeurs est demandée. C'est une charge pure et simple dont l'importance peut être très grande pour les vastes émissions. La société fera bien son possible pour en récupérer le montant sur les porteurs de titres et rien n'est plus normal puisque c'est eux qui devraient en bonne justice acquitter les droits. Mais elle ne le pourra pas toujours. De toute manière elle en devra faire l'avance. Si la société garde la charge de l'emprunt ce seront les actionnaires du pays d'origine qui paieront une partie des droits pour les rentiers français. Si la société se décharge sur les acheteurs de titres français en élevant le prix d'émission, on va voir que ceux-ci à leur tour payent toutes sortes de sommes plus ou moins indues.

Quelle que soit l'incidence de l'impôt, il porte ensuite sur une quotité supposée correspondante à la circulation véritable des titres étrangers en France mais qui peut en être toute différente.

Les titres cotés en France n'y restent pas forcément. Passent-ils à l'étranger, retournent-ils dans leur pays d'origine que la société continue à payer pour eux les droits fixés par le ministre et pour une période de trois ans.

Autre source de perceptions indues par le débiteur : les divers minimums prévus par notre législation. La loi ne veut pas connaître de lots de moins du $\frac{1}{10}$ des actions et du $\frac{1}{5}$ des obligations. Une société ne pourra donc lancer chez nous 5 ou 10 % de ses titres sans s'exposer à des pertes.

Il en est de même du minimum de 100 francs pour la perception du timbre de 2 %. Héritez-vous d'un lot d'actions de 5 dollars ou d'une livre, vous devrez payer 2 % prévus par la loi sur le minimum irréductible de 100 francs (1).

Mais où la situation devient véritablement intolérable, c'est l'orsqu'on considère l'incertitude qui s'attache à ces charges indépendamment de leur lourdeur et de ce qu'elles peuvent avoir d'injustifié.

Quelles que soient les charges, lorsqu'elles sont déterminées, on peut compter avec elles et discuter la situation pour voir si la demande d'admission est bonne ou mauvaise. Mais l'établissement qui en fait la requête n'a même pas cette assurance. La quotité imposable appartient au choix arbitraire du ministre, Sans doute elle sera fixée avec justice et modération, mais toujours est-il que les requérants voudraient pouvoir en apprécier le montant avant de s'engager. La loi leur enlève cette satisfaction.

Vient enfin le dernier terme de cette législation :

1. En dehors même de ces cas exceptionnels, le fait s'est présenté pour toute une catégorie d'actions de mines d'or d'une valeur nominale de 25 francs. L'impôt est alors de 8 %.

le timbre de 2 % établi sur les valeurs énoncées et négociées individuellement.

On conçoit qu'une législation si peu attrayante ne fait rien pour retenir les titres qui y sont astreints. Une collectivité étrangère s'y soumet par nécessité et s'en détache dès que les circonstances le lui permettent. Les titres cherchent à s'y soustraire par tous les moyens. C'est comme un vase mal clos qui laisse échapper son contenu. Mais les titres restent sur le marché et le fisc ne veut pas perdre ses droits. Le législateur a alors tendu son droit de timbre de 2 % comme un filet autour de l'appareil fiscal insuffisant de l'abonnement pour en recevoir les déchets. Toutes les valeurs égarées, évadées, abandonnées y sont reçues et c'est finalement tout le contraire de ce que la loi voulait qui se produit. Un droit de timbre, tout différent des impôts portés sur les valeurs françaises, garantit la circulation des papiers étrangers. Aucune équivalence fiscale n'existe plus. Et ce droit porte directement sur le porteur français du titre, à l'encontre de tous les efforts de la loi pour imposer uniquement la collectivité.

*Projets de réforme de l'impôt sur les
valeurs étrangères*

Un pareil système ne pouvait manquer d'inspirer les réformateurs. Les ministres en ont pieusement inscrit la révision à leurs programmes, ils ont également nommé force commissions chargées d'en améliorer les usages.

Ces projets se rattachent à trois systèmes :

1° *Projet Caillaux d'impôt sur le revenu* (1). — Ce projet écarte les droits de mutation comme nuisibles à la formation de la richesse. Il admet au contraire :

1° Un droit de timbre de 2 % sur le capital de la valeur ;

2° La taxe de 4 % sur le revenu déjà perçue sur les titres français ;

3° Une surtaxe de 1 % portant en réalité à 5 % le prélèvement sur le revenu.

Ce qui achève de rendre l'impôt attrayant c'est sa perception par les banques auxquelles une remise est faite pour les intéresser à la productivité.

2° *Projet de timbre périodique présenté par M. Ribot dans le projet de budget de 1896*. — L'idée est celle-ci :

Un titre français paye (en 1895) pour une valeur nominale de 500 francs et un revenu de 20 francs :

0 fr. 30 de timbre

1 fr. 00 de transmission

0 fr. 80 d'impôt sur le revenu.

2 fr. 10 par an, soit environ 0,42 % chaque année de sa valeur nominale.

Le moyen le plus simple d'établir la peréquation n'est-il pas alors d'appliquer un droit de timbre d'un poids égal sur les titres étrangers, soit une taxe quinquennale de 2 % de la valeur vénale.

Devant l'objection des modifications que l'échéance

1. Articles 16, 80 à 87 du projet.

de l'impôt pourrait faire subir à la valeur du titre, l'idée a été perfectionnée, notamment par M. Deloncle.

3^o *Projet de la Commission chargée d'examiner le régime fiscal des valeurs étrangères.* — Cette commission, dont M. Alfred Neymarek a rapporté les vœux, a adopté une idée entièrement nouvelle, au moins en France, et cherché dans une formule toute différente de celles de la loi positive, la solution du problème.

Pour rendre la loi applicable aux titres étrangers comme aux titres français, les auteurs du projet ont pensé qu'il fallait leur substituer des titres émis en France et offrant au fisc les mêmes facilités de contrôle que les titres de Sociétés françaises. Dans ce but, des Banques particulières (1) seraient instituées qui recevraient les valeurs étrangères et en délivreraient des certificats se négociant aux lieu et place de l'original. C'est ce que l'on a appelé *franciser les valeurs étrangères*.

La mise en pratique de ce projet léverait d'un coup toutes les difficultés inhérentes à la perception de l'impôt sur les valeurs étrangères. Il est loisible d'espérer que le Gouvernement n'oubliera pas l'œuvre de la Commission instituée par lui.

1. L'idée de ces établissements a été prise en Hollande où des Sociétés de Régie des valeurs mobilières (*Administratie kantoren*), font ce genre d'opération pour rendre négociables des titres qui ne l'étaient pas.

QUATRIÈME PARTIE

LES VALEURS ÉTRANGÈRES SUR LE MARCHÉ FRANÇAIS

CHAPITRE PREMIER

Conséquences du régime des valeurs étrangères pour le marché financier

La répercussion du régime des valeurs étrangères se fait naturellement sentir sur le marché financier par diverses conséquences pratiques. L'intervention du Gouvernement dans l'émission des emprunts, et l'exagération des charges fiscales, notamment, ne vont pas sans influencer le recrutement des valeurs.

Si difficile qu'il soit de démêler les raisons et les causes dans la complexité des affaires de Bourse, nous essaierons de dégager les conséquences de ces deux faits.

L'intervention de l'État a déjà plusieurs fois été envisagée dans le cours de cette étude. Il n'est pas douteux qu'elle se résout en définitive par une charge pour les souscripteurs. Si l'émission s'effectue quand même, elle sera faite avec des conditions

dont il faut bien que la contre-partie se retrouve quelque part.

Si au contraire l'affaire est arrêtée, c'est un manque à gagner pur et simple qu'enregistre le marché financier. Aux affaires manquées on peut faire figurer au premier chef l'emprunt hongrois dont les titres eussent fort bien rempli leur place à la cote de la Bourse. De même pour ne pas sortir des exemples récents les valeurs péruviennes, cubaines écartées pour d'anciennes querelles, et le Portugal avec lequel nous entretenons des contestations régulières pour une dette de près d'un siècle répudiée par un de ses anciens gouvernements. Le Japon, la Suède ont été porter leurs offres sur d'autres marchés et le Brésil a fait coter à Londres ses nouveaux titres 5 % dont le rapport eût été fort apprécié sur notre place. Quant au dernier emprunt de l'État de Sao Paulo qui rapporte 6 % convenablement garantis, il n'a pas tenu aux représentations des particuliers qu'il fut maintenu et les commerçants Havrais ont tout fait pour le faire échouer par représailles contre la valorisation du café de Brésil.

C'est une profonde erreur de considérer l'exclusion du marché comme une arme gratuite dont le Gouvernement peut jouer librement à l'égard de n'importe quel pays étranger ou de ses ressortissants, sur les représentations intéressées de quelques individus. Nous avons vu que son maniement comporte d'innombrables précautions à prendre, mais lors même qu'il en est fait le meilleur usage, il serait bien faux de croire

qu'elle aille sans aucun sacrifice. Et ce qui résulte du droit de veto résulte également de la simple menace qu'il fait peser sur les négociations, tout au moins des délais qu'il impose. A Londres où l'admission dépend d'une simple décision, de vastes affaires ont été conclues en fort peu de temps. Et ce sont généralement les meilleures. On cite l'émission en deux jours de 75 millions d'emprunt japonais sud-mandchourien, au mois de décembre 1908. En France où l'avis de l'administration est nécessaire, une longue filière s'impose et la Chambre syndicale est de ce fait hors d'État de profiter d'une bonne occasion s'offrant inopinément. Pendant que l'on court les ministères pour obtenir l'assentiment gouvernemental, la concurrence étrangère fonctionne et les autres marchés s'emparent de notre clientèle.

Car la concurrence étrangère existe dans les affaires financières comme dans les affaires commerciales et industrielles. Mais le public français n'a pas encore voulu admettre cette idée. Les préjugés entretenus par les mots à succès qui les incarnent ont en France une longévité extraordinaire. Par exemple « l'Allemagne pays pauvre, la France banquier du monde » sont des vérités dont l'opinion est imbue et sur lesquelles elle est incapable de faire aucune restriction. Ainsi le public a l'idée ancrée que la fortune française s'impose fatalement au reste du monde. Il applaudit sans réserve chaque fois que le Gouvernement a écarté un emprunteur et se figure que l'émission ne se réalisera nulle part.

Tout autre est cependant la vérité. L'Angleterre est plus riche que la France et procède à un plus grand nombre d'émissions. Si elle a dû restreindre momentanément ses prêts à l'étranger par suite de la guerre sud-africaine, la situation s'est depuis plusieurs années déjà rétablie. Mais nous ne partageons même pas avec l'Angleterre un privilège que les autres nations nous envieraient. L'Allemagne contemporaine, dont la richesse croît avec rapidité, ne reste en dehors du mouvement que parce qu'elle absorbe et au delà les fruits de son activité. Cependant les placements à l'étranger y sont d'autant plus en honneur qu'ils sont plus rarement réalisables et l'Empire s'imposerait plutôt des pertes pour en maintenir le principe que de manquer certaines émissions surtout lorsque la politique y est engagée. (L'emprunt turc, l'emprunt hongrois ont été souscrits par le groupe germanique, non sans difficultés mais de manière à affirmer l'aptitude de l'Empire aux fonctions de prêteur de fonds.) Vienne un ralentissement de la production allemande, l'industrie cessera d'absorber tous les capitaux disponibles et le vaste revenu des entreprises déjà créées viendra faire concurrence à la France et à l'Angleterre. En 1908 où le ralentissement des affaires a dégagé certains capitaux l'Allemagne a pu opérer plus de 3 milliards d'émissions.

Nous avons cité l'Allemagne mais le cas des États-Unis est identique. La Belgique est d'ores et déjà exportatrice de capitaux et l'argent français lui-même fait sur les places suisses concurrence à l'argent françai

Sans que ces chiffres soient absolument comparables, puisqu'ils n'ont pas été établis d'après une méthode rigoureusement identique, nous rapprochons dans le tableau suivant les totaux des émissions faites pendant les dernières années sur les marchés français, allemand et anglais (1).

	France Millions de francs —	Allemagne Millions de marks —	Angleterre Millions de £ —
1901. . . .	2.693	1.631	159,3
1906. . . .	5.076	2.352	120,7
1907. . . .	2.847	2.019	123,6
1908. . . .	3.480	3.462	192,2
1909. . . .	4.294	3.232	182,3
1910. . . .	5.611	2.702	267,4
1911. . . .	4.696	2.420	191,7

Faute d'un moine l'abbaye ne chôme pas. Les occasions que la France laisse perdre seront recueillies par d'autres marchés. La clientèle sera sollicitée vers des places plus accueillantes et cette sélection ne se fera pas, comme bien l'on pense, sur les plus mauvaises valeurs qui nous resteront fidèles, mais sur les bonnes découragées par nos règlements.

Ces craintes sont si peu chimériques que les banquiers se sont déjà trouvés dans l'obligation de passer outre à l'avis du Gouvernement. Des emprunts ont été contractés sans demander la cote officielle.

1. Chiffres donnés par l'*Économiste Européen*, le *Deutsche Oekonomist* et *The Economist*.

Ce fut dit-on le cas pour les titres de *Banque industrielle du Japon*. Ce le fut aussi pour les valeurs russes de chemins de fer du *Volga-Bougoulma* et *Riasan-Ouralsk*. Le public a ratifié cette manière de procéder.

Nous concluerons donc de l'intervention gouvernementale qu'elle ne va pas sans quelques conséquences dont le marché financier fait tous les frais.

Passons à l'examen des conséquences de l'impôt.

Conséquences de la législation fiscale. — Le régime extraordinaire que nous avons décrit n'a pas, comme on aurait pu croire, pour effet de tarir les offres d'emploi faites aux capitaux français. Au contraire. Et les rares défenseurs de ce système (1) prennent texte de l'accroissement des demandes d'abonnement pour assurer que le *timbre* fait l'accueil le plus souriant aux valeurs étrangères. Il est exact que les quêteurs sont de plus en plus nombreux mais c'est sur la qualité de la clientèle que nous prétendons faire porter nos réserves.

La clientèle augmente ! Cela n'est certes pas surprenant et les emprunteurs ne sont pas près de manquer de par le monde, surtout depuis qu'un grand nombre d'individus se sont aperçus qu'il suffisait d'émettre des actions de chemins de fer hypothétiques pour s'approprier l'argent des naïfs. Tant qu'il y aura de l'argent à prêter quelque part nous ne doutons pas qu'il trouve preneur et la France peut à ce point de vue compter largement sur l'avenir.

1. M. de Colonjon devant la Société d'Économie politique.

Toute l'affaire est de le prêter dans des conditions acceptables. Or le fisc décourage les bonnes valeurs. Celles-ci ne sont pas embarrassées de se placer et s'en vont ailleurs. Les mauvaises restent parce que nulle part elles ne trouveraient d'argent à si bon compte et contre d'aussi minimes garanties. Mais l'exclusion des meilleurs crée sur la place une pénurie de placements et une hésitation des capitaux qui en avilit le cours. Les mauvaises offres se font alors plus pressantes et s'imposent avec d'autant plus de facilité à des capitaux désarmés devant qui la sélection de la concurrence ne se fait plus qu'entre les moins bons.

Telle est la situation vers laquelle tend chaque jour le marché français. Nous devons avoir le dessus et nous n'avons que le dessous du panier. On parcourt les cotes et sans doute on y voit des valeurs de presque tous les pays du monde (il en est bien peu qui ne soient aucunement représentés); mais d'y chercher les valeurs représentatives des grands essors industriels des temps derniers, vainement. L'industrie allemande et l'industrie américaine dont les progrès sont sans contredit les plus beaux résultats de l'activité moderne sont à peine représentées pour la forme et comme pour mémoire, sur notre marché, et l'on dirait la cote dressée par un collectionneur qui n'aurait pas voulu laisser de lacune complète dans l'assortiment de ses tableaux. L'État proscrit l'industrie allemande pour des motifs patriotiques. Il a proscrit les chemins de fer américains parce qu'ils n'amortis-

sent pas selon ses principes. L'industrie américaine se voit exclue parce que le public français n'est, paraît-il, pas assez éduqué pour en bien employer les titres (refus de coter les actions du Steel Trust en 1910).

Mais au défaut de l'Amérique du Nord on nous ouvre l'Amérique du Sud. Le rentier français qui n'a pas la compétence voulue pour posséder des chemins de fer de New-York et de Chicago peut sans difficulté posséder des lignes à travers les pampas ou la Cordillère.

Aux lieu et place de l'industrie allemande nous pouvons largement nous racheter sur l'industrie russe ou polonaise.

Il ne s'agit pas ici de diminuer la valeur des efforts tentés par l'Amérique latine et par la Russie. L'avenir peut leur donner raison et les couronner d'un immense succès. Mais ils ne sont pas aujourd'hui dans une phase d'aussi complète prospérité que ceux auxquels nous les comparons. Voilà pourquoi nous nous croyons fondés à nous demander si l'État qui nous protège largement contre les dangers des entreprises les plus prospères du monde entier, arrive à ses fins en nous réservant la clientèle de ceux dont l'essor court encore certains aléas.

Nous ne parlerons pas des fonds d'États qui sont tous reproduits chez nous et sur lesquels une si étrange évolution s'est produite que les meilleurs sont devenus mauvais et que les moins bons sont devenus les plus recherchés. Mais l'observation pour-

rait être renouvelée sur les emprunts des municipalités.

Si l'on considère enfin le chapitre des valeurs de spéculation, la misère de notre marché se laisse voir dans sa nudité. L'unique marché des mines d'or donne une apparence d'animation à ce compartiment, mais on sait ce qu'il faut penser de ces titres jetés par le marché de Londres à l'avidité du marché français lorsque aucune marge de bénéfices ne restait à réaliser.

Une société offrant de sérieuses garanties et une large surface est toujours sûre de trouver des capitaux, et le plus souvent sur son marché national. Si elle offre ses titres au dehors c'est qu'elle se laisse attirer par la modicité du loyer de l'argent sur les places étrangères : à Paris notamment. Mais l'opération doit lui offrir plus d'avantages que de risques. Si l'on commence par lui demander de se lier les mains vis-à-vis du Trésor par la constitution d'un représentant responsable sans limitation. Si on l'oblige à souscrire une dette considérable et dont la détermination dépend du bon vouloir de l'autorité, la Société étrangère sera naturellement effrayée et ne maintiendra sa demande que sous la pression d'un besoin d'argent de mauvais augure.

La qualité médiocre de la plupart des valeurs étrangères abonnées résulte de diverses constatations ; c'est d'ailleurs un fait d'une notoriété constante.

Elle résulte en premier lieu de la considération des cours de la plupart de ces valeurs. La réflexion a

été faite par M. Neymarck et communiquée aux Congrès internationaux de statistique. Voici les comparaisons de l'éminent statisticien produites à la session de 1906.

Valeurs françaises inscrites à la cote :

Capital nominal.	. . .	59.847 millions
—	réal.	. . . 64.872 —

Valeurs étrangères cotées au Parquet :

Capital nominal.	. . .	73.594 millions
—	réal.	. . . 67.772 —

La moins-value est déjà sensible sur les valeurs étrangères abonnées du Parquet. Elle est nécessairement plus forte sur les valeurs en banque (même sans tenir compte des mines d'or).

Il ne manquerait pas d'exemples mémorables à citer pour illustrer la thèse de la mauvaise qualité des valeurs abonnées, mais les exemples, si significatifs qu'ils soient, manquent toujours de force probante et nous préférons nous en tenir à des indices s'ils portent sur des généralités.

L'un des plus significatifs résulte de la brièveté de l'apparition des valeurs sur notre marché. Les sociétés étrangères se condamnent à l'abonnement pour réunir leur capital, mais une fois l'opération faite, leur désir est de se soustraire aux charges ainsi consenties. On sait que les droits sont souscrits d'avance pour une période de trois années.

Pendant ce temps le recouvrement est assuré. Mais

une fois la période échue, la société ne renouvelle pas son bail. La valeur est dite « abandonnée » et n'est plus négociable que par l'application du droit de timbre individuel. Entre temps, que s'est-il passé ?

Ce peut être que la société s'est tout simplement débarrassée de ses charges fiscales, aux dépens des porteurs. Mais le plus souvent le titre a perdu toute valeur et l'acheteur français ne garde que son « papier peint » en guise de consolation.

Dans bien des cas le plus clair des bénéfices prévus par les auteurs de l'entreprise n'avait été que l'exploitation de l'argent français. Aussi la liste des *valeurs abandonnées* publiée semestriellement par le *Journal officiel* contient-elle la plus déplorablement longue énumération d'escroqueries. Et il est effrayant de constater avec M. Alfred Neymarck que sur 396 valeurs abonnées en 1900, 155 seulement figuraient encore au 1^{er} janvier 1909.

Non seulement le crible de la loi fiscale ne laisse tomber sur les Bourses françaises que le mauvais grain mais le mal s'augmente de lui-même et les tentatives du gouvernement pour le conjurer l'aggravent encore.

L'afflux des mauvaises valeurs vers notre fortune a pour contre-partie l'augmentation des capitaux disponibles qui, nécessitant un plus grand nombre d'emplois, déprécie les conditions de la location de l'argent et crée en définitive un appât de plus à l'avidité des emprunteurs suspects.

Or l'abondance des capitaux va toujours en s'accroissant, d'abord pour les raisons naturelles que nous avons déjà exposées et qui tiennent à la productivité nationale, et puis parce que l'insuffisance des offres fait hésiter les particuliers sur l'emploi de leurs biens, en sorte que les dépôts de toutes sortes, les placements provisoires s'accumulent jusqu'au jour où la force des choses les livre plus complètement encore aux emprunteurs du moment.

La concurrence que se font entre eux les capitaux français résulte de maintes constatations dont la plus commune est la faiblesse de l'intérêt qu'ils perçoivent. Or l'excès des capitaux engendre les mauvaises affaires. Léon Say a fort bien mis en lumière cette fatalité logique et regrettable : « Quand les habitants d'un pays ont accumulé des épargnes extraordinaires dont le montant dépasse ce que le train courant des affaires peut absorber aisément... le public se met à la recherche des placements avec une furie singulière... qui lui fait perdre le jugement et le livre à des courtiers véreux qui le dupent et qui le volent. »

La dépréciation des capitaux français par suite de leur accumulation et de la concurrence qu'ils se font entre eux résulte en premier lieu de leur taux moyen de capitalisation que l'on sait bas mais qui varie selon les catégories de valeurs ; mais elle est rendue plus sensible encore par quelques phénomènes caractéristiques.

Les taux d'intérêt consentis par la France à ses débiteurs sont presque toujours trop faibles et dispro-

portionnés avec l'importance des risques pesant encore sur la plupart de ces placements.

Voici par exemple à quels taux se capitalisent certains fonds d'États étrangers.

L'Argentine nous donne en moyenne 4, 30 %, le Brésil 4,70, le Japon 4, 25 % quand la France elle-même et la Grande-Bretagne donnent 3,30 % à leurs créanciers, c'est moins d'un point de différence.

La Bourse française, par suite de l'indigence des placements et de la concurrence des capitaux, fait aux états étrangers des conditions si avantageuses qu'ils ont en quelque sorte deux crédits, celui qu'ils trouvent à l'étranger (celui qu'ils méritent et le vrai pour leurs nationaux) et celui que nous leur faisons : le plus souvent ce dernier est exagéré.

Les conséquences de cet état de choses sont nombreuses et regrettables. C'est ainsi que le Japon a pu traiter deux emprunts rapprochés à 4 % à Paris et à 5 % Berlin. Les mêmes valeurs cotées sur plusieurs Bourses se capitalisent plus bas à Paris qu'ailleurs : le même emprunt divisé en tranches marque des cours plus élevés sur les titres émis à Paris que sur ceux des autres places.

Ce ne sont encore là que des circonstances désavantageuses, et peut-être compensées par le bon marché de l'argent. Mais le danger de la situation consiste dans les facilités qu'il offre aux étrangers pour réaliser de fructueuses ventes aux dépens des acheteurs français.

C'est un jeu, par exemple, dont la place de Lon-

dres est coutumière vis-à-vis de celle de Paris et c'est notamment ce qui s'est passé pour les mines d'or.

Des valeurs et particulièrement des valeurs spéculatives sont émises à Londres où l'initiative des financiers est plus favorable à ces émissions. La spéculation les pousse et si les vues des initiateurs étaient justes, de larges bénéfices sont à ce moment réalisés. Mais il vient un moment où le maximum de rendement est atteint, les cours s'élèvent, quelquefois le rendement diminue, par exemple si la mine ou les plantations s'épuisent. C'est le moment pour les financiers anglais de se débarrasser de ces titres où il n'y a plus de gros bénéfices à trouver et de rendre leurs capitaux disponibles pour de nouvelles opérations.

Mais à qui vendre des valeurs ayant atteint et même dépassé leur maximum de rendement ? Il est triste de constater que c'est justement là la fonction assignée au marché français par la spéculation des autres pays. Paris rachète les titres dont on cherche à se débarrasser, ceux, disions-nous, dont on a exprimé tout le jus. C'est qu'à Paris, si les valeurs de placement manquent, les valeurs de spéculation manquent encore plus. Aussi introduit-on à n'importe quel cours des valeurs que l'étranger nous passe à des prix exorbitants après une hausse artificielle de quelques jours. Le transfert se fait sur la base de ces cours élevés. La valeur achetée en France retombe brusquement à son véritable niveau et l'opération se

résout par un bénéfice important au profit du marché vendeur et au détriment du marché français. Ce fut le cas des mines d'or. Mais le procédé a été bien souvent repris depuis lors et notamment il y a deux ans lors du « boom » des valeurs de caoutchouc.

L'une des plus fâcheuses conséquences de cette surcapitalisation des valeurs sur le marché français, c'est l'atonie, l'espèce de paralysie dont souffre souvent ce marché.

On ne fait plus d'affaires, disent les gens de Bourse. Le marché est trop étroit, répète-t-on de toute part ; stagnation des affaires, torpeur générale : telles sont les expressions qui reviennent chaque jour dans les comptes rendus financiers.

C'est là, pour nous, une conséquence de la concurrence d'un excès de capitaux sur un trop petit nombre de titres.

Cet état de choses détruit la spéculation et la spéculation (non le jeu) est aussi nécessaire à la vitalité d'un marché financier que le mouvement à la vie du corps.

La spéculation se nourrit des bénéfices qu'elle réalise sur les différences de cours, ordinairement dans le sens de la hausse. Or la concurrence des capitaux a porté les cours de toutes les valeurs à un niveau où il ne reste plus de marge en faveur des acheteurs. Le marché français incorpore tous les titres qui s'offrent à des cours tels qu'il se contente du moindre revenu supérieur à 3 ou 3 1/2 %.

Dès lors à qui peuvent convenir ces titres sinon

aux paisibles rentiers uniquement soucieux de vivre modestement sur leur revenu. Il n'y a aucune marge aux bénéfices. Il y en a toujours une aux pertes. Quel stimulant veut-on que de pareils titres offrent aux esprits industriels et entreprenants.

S'il en est ainsi des valeurs déjà cotées, la situation n'est pas meilleure lorsque de nouvelles valeurs s'offrent au public. On lance des obligations, des fonds d'États à des taux maximum qui ne laissent rien aux spéculateurs.

Au moins serait-il possible de rattraper sur l'ensemble des opérations ce que la qualité des titres ne permet pas de faire sur la différence des cours ? Mais l'étroitesse du marché s'y oppose.

Les grandes émissions faites sous le manteau de la cheminée, dans la clientèle des banques ne parviennent même pas au public. Les applications réduisent les négociations officiellement constatées à si peu de chose, que la moindre transaction dénature les cours. Aucune opération d'une certaine ampleur n'est donc possible.

Enfin les titres rémunérateurs sont dès longtemps accaparés par les portefeuilles privés et ne paraissent jamais sur le marché.

Le mal dont souffre la Bourse de Paris et que l'on signale de toutes parts sans trouver à le résoudre, tient donc en grande partie à l'insuffisance des offres d'emploi par rapport aux capitaux disponibles.

S'il en est ainsi, le remède peut être cherché dans deux ordres d'idées. On doit premièrement encoura -

ger par tous les moyens la création de nouvelles valeurs nationales. On doit ensuite donner aux fonds laissés en carence par l'insuffisance de celles-ci des offres de valeurs étrangères assez larges pour que le choix de l'épargne puisse s'y exercer et qu'une sélection s'établisse entre les emprunteurs du pays.

La France achète cher des valeurs dont le rendement est souvent aléatoire et quelquefois déjà épuisé. Elle se contente d'un revenu insuffisant et fait à ses emprunteurs des conditions trop avantageuses, faute de concurrence entre ces derniers.

Mais s'il est impossible de relever artificiellement le niveau des nouvelles entreprises à l'intérieur du pays, il y a toujours sur les marchés du dehors de bonnes valeurs en quête de capitaux.

L'intérêt français est de les attirer, non de les repousser. La concurrence ne s'exerce pas entre les emprunteurs, au profit du capital national. Elle s'exerce entre les capitaux français, et dans l'intérêt des emprunteurs étrangers.

Ceux qui trouvent que cet état de choses peut durer sont fondés à recommander toutes les restrictions à l'introduction de nouveaux titres. Mais si l'on estime que l'argent français a le droit de vivre et de fructifier, que sa production représente le plus bel essor de la prospérité nationale, et qu'il constitue enfin le chapitre le plus essentiel de notre commerce international, il faut alors se pénétrer de la nécessité de lui ouvrir de nouvelles voies vers les titres sérieux où la fortune s'incorpore en placements durables.

CHAPITRE II

La protection de l'épargne française

De tous les arguments invoqués contre l'expatriation de l'épargne, il en est un d'une réelle valeur et c'est celui dont il a été tenu le moins de compte dans les essais d'intervention gouvernementale. Les valeurs étrangères, échappant naturellement au contrôle des porteurs, se prêtent plus facilement au jeu des pilliers de l'épargne et des fondateurs de sociétés imaginaires.

La protection de l'épargne a maintes fois été mise en avant dans les négociations ouvertes autour de l'admission des valeurs, et les Gouvernements ne cessent de la revendiquer pour une de leurs préoccupations intimes, mais rien n'a été fait, dans la réalité, qu'en vue d'obtenir des concessions politiques ou des commandes de marchandises.

Quant à mettre les petites fortunes à l'abri des tentations et des dangers de perte inhérents aux placements éloignés, à l'insuffisance des renseignements, au mirage des affaires lointaines, il n'en a presque jamais été question. C'est qu'il ne s'agit plus ici de l'intérêt de quelques-uns mais de l'intérêt de tous et

que tout le monde est aussi muet que quelques individus sont bruyants.

Hors de la protection de sa loi nationale, l'épargne émancipée court de réels dangers. Sans doute l'autorité de l'État la protège, mais cette protection souffre le défaut de sanctions inhérent aux litiges internationaux. Mais si l'État manque de moyens d'actions à l'étranger, sa souveraineté n'a pas de restriction dans l'intérieur du territoire. Les émissions notamment se font en Bourse sous sa sauvegarde et la surveillance de ces opérations rentre pleinement dans les attributs de sa puissance. Les plus libéraux en conviennent. Empêcher la fraude est une attribution essentielle de l'État ; prendre la direction du marché n'est pas de son rôle. Protéger les fruits du travail des Français et non pas se substituer à eux dans la gestion de leur avoir : telle doit être sa ligne de conduite.

Malgré cela tout est à peu près à faire en vue de la protection de l'épargne non plus contre elle-même mais contre les détrousseurs qui la guettent.

Les orthodoxes les plus radicaux accepteraient de laisser l'épargne sans défense pour qu'elle fut plus libre. Ceux, disent-ils, qui ont voulu gagner 100 francs de revenu avec 25 francs de capital savaient que l'honnêteté n'engendre pas de pareils profits. Mais la moindre connaissance du public apporte la triste conviction qu'une foule de gens souscrivent de bonne foi à ces promesses.

Puisque l'ignorance du plus gros de l'épargne est

parfois sans borne et que son éducation n'est pas faite, il faut bien la protéger contre les manœuvres des exploiters.

L'émission de titres sans valeur n'est pas, tant s'en faut, un vice particulier aux valeurs étrangères. Des exemples d'une actualité parfaite ont montré que le mal sévit aussi bien à l'intérieur du pays qu'au dehors et les lacunes de notre loi de 1867 ouvrent même un champ d'activité superbe à l'ingéniosité des écumeurs d'épargne.

Mais lorsque les titres sont émis par des étrangers, les risques augmentent, l'insécurité de l'épargne s'aggrave. Incompétence, irresponsabilité, impossibilité d'exécution : toutes les entraves s'élèvent contre la reconnaissance du droit des particuliers. C'est à ce titre que la question entre dans le cadre de notre étude et nous n'étudierons que le supplément d'insécurité apporté dans les émissions par l'extranéité des émetteurs.

Risques particuliers attachés à la possession des valeurs étrangères

Nous considérerons séparément les fonds publics et les fonds privés, les risques encourus par l'épargne se présentant de façon assez différente dans les deux cas.

a) *Risques attachés à la possession de valeurs étrangères autres que les fonds d'États.* — Le public, déjà mal renseigné sur ce qui se passe en France,

ignore tout de ce qui se fait à l'étranger et croit possibles les choses les plus extraordinaires du moment qu'elles ont pour théâtre des contrées lointaines. Aussi le marché est-il journellement inondé de titres de provenances éloignées répondant à la mode du jour. Si les cuivres sont en hausse, il surgit des valeurs cuprifères de tous les pays. Si les actions des sociétés de Crédit sont en faveur, il s'en révèle dans les régions les plus inattendus. On profite pour les lancer de la défiance entretenue contre les placements nationaux par les menaces sociales et fiscales et le public fait largement accueil à ces valeurs qui, disait Léon Say, « n'ont même pas la valeur du papier parce qu'il y a quelque chose d'écrit ».

Ces titres sont émis en France et couverts ; l'argent de la souscription passe à l'étranger. A partir de ce moment le plus clair de l'opération est réalisé et le capitaliste français ne voit plus revenir intérêts ni capital que dans des cas tout à fait exceptionnels. De la simple malchance à l'escroquerie la plus caractérisée toutes les variétés de pertes se rencontrent. Mais quelle que soit la nature du dommage, la situation du rentier demeure identique : il ne possède aucun recours contre les auteurs de son infortune.

Les *administrateurs* auxquels il songerait tout d'abord à s'en prendre résident à l'étranger, à l'abri des atteintes de la loi française. L'application même de leur loi nationale par les tribunaux français ne permettrait d'édicter contre eux que des jugements dépourvus de sanction, faute de moyens d'exécution.

Voyant que les vrais coupables ne peuvent être atteints, le capitaliste malheureux tentera peut-être de se retourner contre les *intermédiaires*, ordinairement le banquier qui a patronné l'emprunt en France. Mais ce dernier ne saurait être rendu responsable de la validité de titres au placement desquels il n'a fait que prêter ses guichets et qu'il n'a jamais garantis. Il faudra pour que la loi prononce une condamnation contre lui qu'il se soit rendu coupable d'une véritable complicité et qu'il ait participé à des manœuvres ayant induit les souscripteurs à acheter les titres et pris une part directe à leur ruine.

Ces sanctions à peu près théoriques ont acquis un peu plus de portée par l'institution du prospectus obligatoire et un projet de loi déposé devant la Chambre à la fin de 1912 voudrait même faire de la certification des annonces obligatoires par l'intermédiaire chargé de l'émission la base d'une responsabilité effective de ce dernier. Mais un tel projet soulève de si grosses difficultés qu'il n'est pas près d'être voté.

Évincé dans ses tentatives contre le banquier, l'acheteur malheureux cherchera peut-être encore à imputer ses pertes à la *Chambre syndicale* auteur de l'admission de la cote. Mais nous avons vu avec quelle prudence celle-ci se départit de toute garantie.

Reste enfin surtout depuis qu'il paraît prendre la direction des placements, l'État qui se défend bien de rien savoir, et le capitaliste évincé, faisant la somme de l'irresponsabilité des banquiers, de l'incompétence

des tribunaux et de l'impossibilité des voies d'exécution, n'a plus qu'à méditer sur sa perte et chercher dans le mal présent d'utiles avertissements pour l'avenir.

De là vient que le public préfère encore la clientèle des Gouvernements à celle des particuliers et que les Français ont une préférence accusée pour les titres de fonds d'États.

Risques propres aux emprunts d'États. — Ici la situation est plus claire. Les garanties matérielles sont radicalement nulles. Mais il existe des garanties morales dans lesquelles l'opinion publique française a une confiance presque absolue.

Au point de vue juridique l'irresponsabilité des États emprunteurs est complète, faute de sanctions.

Les tribunaux du pays emprunteur sont dans bien des cas insuffisants. De toute manière ils n'ont pas qualité pour juger un acte gouvernemental dont la portée dépasse leur vue.

Les tribunaux du pays créancier ne peuvent même pas prononcer une condamnation de principe ; leur incompétence est de règle et la Cour de cassation ne s'en est jamais départie (1).

L'irresponsabilité des États couvre même leurs intermédiaires et la Cour de cassation les tient quitte même de déclarations inexactes contenues dans leurs prospectus, la personnalité de l'État étant considérée comme le seul fondement du crédit qu'il trouve auprès des souscripteurs.

1. Cass., 24 janv. 1849.

Il est vrai que la pratique a su atténuer les dangers de cette situation en imposant aux États, dont la signature ne jouirait pas d'assez d'autorité, la constitution de gages et de garanties positives. Mais l'exécution de la créance des porteurs de rentes sur ces garanties ne peut elle-même se faire qu'avec le concours des pouvoirs publics du pays débiteur, et c'est de la fidélité de ces derniers qu'il s'agit justement de s'assurer.

Si le service de la dette ne se fait pas régulièrement, les créanciers atteints tournent leurs plaintes vers l'État auquel ils appartiennent afin de le prier d'obtenir par la voie diplomatique ce que la voie judiciaire est impuissante à donner. Mais la diplomatie elle-même a besoin de sanctions. Des représailles ont bien été tentées à diverses reprises, des démonstrations militaires, généralement navales, ont été faites sur les côtes des États banqueroutiers, mais elles sont le plus souvent restées inefficaces. Enfin la déclaration intervenue à la Conférence de la Haye en 1907 sur la motion Porter semble avoir mis fin à ces pratiques en interdisant l'emploi de la force dans le recouvrement des dettes contractuelles internationales(1).

Les porteurs de rente sont encore ici pleinement désarmés. Or un État possède une infinité de moyens de se soustraire à ses engagements. Une seule considération le retient : la nécessité de maintenir son

1. « Dans le but d'éviter entre nations les conflits armés d'une origine purement pécuniaire, provenant de dettes contractuelles réclamées au Gouvernement d'un pays par le Gouvernement d'un autre pays comme dues à ses nationaux... »

crédit à un niveau suffisant, en vue de la probabilité de nouvelles émissions. Sa souveraineté qui le met à l'abri des poursuites, son autorité législative qui le place au-dessus des lois et des contrats, lui donnent un pouvoir discrétionnaire sur les particuliers dont il reçoit l'argent. L'État ne prend en fait aucun engagement, étant le maître d'en modifier législativement les conditions.

Malgré cela les banqueroutes pures et simples sont assez rares. Les exemples n'en manquent pas (Portugal, Pérou, Grèce, République Argentine). Mais un état se résout difficilement à suspendre purement et simplement le service de sa dette ou à restreindre par une loi la portée de ses engagements.

Il possède pour arriver au même résultat toute une gamme de moyens plus discrets dont l'histoire financière offre un assortiment varié.

Sans entrer dans l'étude de cette question accessoire à notre sujet, citons simplement :

1° *L'imposition de la rente.* — Un impôt d'une valeur plus ou moins grande est mis à la charge des titres de rente. Ce peut être un impôt général sur le revenu qui atteint la rente nationale même à l'encontre des porteurs étrangers. Mais lorsqu'il s'agit d'un impôt de 5, 10 ou 20 % portant spécifiquement sur les titres de rente, l'expropriation du capital n'est plus douteuse.

L'Italie a converti sa rente de 5 à 4 % par un impôt de 20 % sur le revenu. L'Autriche a également fait usage de ce procédé. La Russie et l'Espagne ont taxé

leurs rentes intérieures d'un impôt de 20 et de 5 %.

2° *Changement de système monétaire.* — Si le service de la rente n'est pas spécifié en or ou en monnaie étrangère, rien n'est plus facile que d'en effectuer le règlement dans une monnaie dépréciée. Si l'or est stipulé, la monnaie dépréciée sert au règlement de la dette intérieure et le système de *l'affidavit* autorise ce procédé.

3° *Paiement de la rente en papier-monnaie.* — C'est une variété de la formule précédente. Les républiques sud-américaines ont été coutumières dans un passé peu reculé de ces sortes de combinaisons.

4° *Paiement en bons ou en titres d'un nouvel emprunt.* — L'Argentine en 1891 et le Brésil en 1896 ont eu recours à ce moyen d'éluder leurs engagements.

Ce n'est là qu'une esquisse des dangers courus par l'épargne lorsqu'elle traite avec des étrangers. Il faudrait de longs développements pour décrire les procédés usités pour l'exploitation du capitaliste. Dans le domaine des moyens irréguliers, la variété des combinaisons est infinie et il existe de véritables artistes pour accaparer l'argent des rentiers confiants.

Les événements journaliers apportent sans cesse la connaissance de nouvelles faillites plus ou moins frauduleuses. Il s'est ouvert un large gouffre où vont s'engloutir de laborieuses et patientes économies.

L'opinion s'en est émue et la question des moyens d'y remédier est à l'ordre du jour.

Voyons ce qui a été fait :

Nous dirons ensuite ce qui peut être à faire.

**Publications obligatoires au « Bulletin annexe du
Journal Officiel »**

Jusqu'à présent le seul effort sérieux tenté par le législateur en vue de la protection de l'épargne et de la mise en garde du public a été l'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907 prescrivant les publications obligatoires au *Bulletin annexe du Journal Officiel*.

Ce texte inspiré par les circonstances et détaché d'un projet de réforme de la loi de 1867 impose aux émetteurs « qui devront être domiciliés en France » l'obligation de certifier une notice insérée dans le *Bulletin annexe* que le décret du 27 février suivant doit créer. La notice ainsi obtenue sera censée contenir des renseignements assez véridiques pour éclairer le public sur la valeur de l'entreprise, et ses principales énonciations devront être reproduites (avec renvoi au *Journal Officiel*) dans tous les actes de publicité auxquels la société se livrera.

En un mot tous les titres nouveaux, sauf les fonds d'États, donnent lieu lors de leur introduction (émission, exposition, mise en vente) à la rédaction d'une notice à laquelle puissent se reporter les acheteurs de titres. Pour les sociétés étrangères la loi prescrit en outre la traduction de leurs statuts.

Ce système n'était pas plutôt mis en vigueur qu'il était vivement critiqué.

Les garanties offertes par la publication étaient illusoires, disait-on, faute de sanctions. La loi donnait une confiance trompeuse au public qui se croyait mis à l'abri des fraudes et n'était protégé par rien. On endormait ainsi la vigilance et l'initiative des rentiers. Bien plus le caractère officiel du *Bulletin annexe* donnait au public l'idée d'une approbation publique conférée aux valeurs. Et les émetteurs profitaient de cette confusion pour se recommander auprès des ignorants de la publicité officielle. La simple mention que les bilans de l'entreprise seraient publiés au *Journal Officiel* suffisait à attirer les souscripteurs.

Toute une campagne fut menée dans ce sens. Le premier résultat fut d'obtenir le changement d'intitulé de *Bulletin annexe* qui devint *Bulletin des annonces légales obligatoires à la charge des sociétés financières*: on pensait ainsi dissiper le malentendu créé dans l'opinion par l'entremise du *Journal Officiel*.

Mais les protestations continuèrent et le ministre des Finances se mit en devoir de reviser la législation des publications obligatoires. De là le projet de loi présenté à la Chambre en novembre 1912 par le Gouvernement et ayant pour objet de *défendre l'épargne par une réglementation des mesures de publicité qui doivent être observées avant l'émission, l'offre, etc.* L'innovation consiste à exiger des émetteurs la certification des mentions contenues dans les annonces légales puis à faire peser sur eux des responsabilités effectives du fait de l'insuffisance des déclarations. Toute omission dans la publicité engage

l'émetteur qui n'a plus qu'à se retourner contre la société qui l'a trompé (recours généralement illusoire). Tout le poids des ces mesures retomberait donc sur l'émetteur qui, s'il est de mauvaise foi, saurait bien se mettre à l'abri, mais qui devra, s'il est sincère, supporter tout le poids des pénalités édictées par la loi.

Le moins qu'on puisse dire de ce projet c'est qu'il détourne encore une fois la question et semble plutôt chercher à toucher les intermédiaires qu'à garantir le public.

Aussi n'est-il pas indispensable de nous attarder plus longuement sur une mesure qui ne semble pas faite pour remédier d'une façon définitive à la situation.

Que doit-on penser cependant du système des publications obligatoires dans son ensemble?

C'est en tout cas la seule mesure qui rentre dans les attributions effectives de l'État vis-à-vis du public.

Choisir nos placements à notre place n'est pas le rôle de l'État. Nous mettre en mesure de choisir utilement en écartant les fraudes et les supercheries est au contraire son devoir le plus strict et le plus naturel.

Quant au résultat final, il serait vain d'en exagérer la valeur. L'efficacité du système est naturellement très relative.

Pour qu'il en puisse résulter une protection véritable, trois conditions seraient indispensables.

Il faudrait, premièrement, que les allégations contenues dans la notice soient exactes et sincères.

Il faudrait, ensuite, que les capitalistes prennent la peine de se reporter à une publication obscure et peu maniable.

Il faudrait, enfin, que les faits énoncés soient suffisamment explicites et pertinents pour apporter des clartés réelles à un lecteur supposé intelligent.

On comprendra que ces circonstances se trouvent rarement réunies.

La Publicité obligatoire, ainsi privée de tout effet pratique, demeure une chose excellente, donnant aux rentiers le plus indispensable minimum de renseignements, mais sur laquelle il ne faut pas compter pour exercer une protection sérieuse de l'épargne.

L'Education de l'Epargne

Si la publicité ne suffit pas à mettre les acheteurs en garde contre les mauvaises affaires, il faut chercher d'autres spécificques entre le mal. Mais le malheur est que ces spécificques soient à peu près impossibles à trouver. Existe-t-il un remède à la malchance des uns, à l'imprudence et à l'imprévoyance des autres ?

La philosophie des affaires a de longue date établi que les responsabilités ne devaient pas être considérées comme un mal mais comme une sanction fort utile des erreurs des particuliers.

Il n'y a pas de remède aux mauvaises affaires.

Mais il y a des conséquences à tous nos actes et les résultats viennent toujours donner raison aux

gens prévoyants et avisés contre les imprudents et les ignorants. Telle est la justice économique ! Il n'y a pas non plus de remède, dans les annales de la médecine contre l'intempérance et les conséquences d'une mauvaise hygiène.

Mais en économie politique comme en médecine, là où il n'y a pas de remède efficace parce qu'il n'y a pas de remède contre les lois naturelles, il reste à l'homme le loisir d'employer les mesures préventives et l'on sait que dans ce sens il y a tout à espérer.

Ce n'est donc pas l'intervention du gouvernement qui empêchera les Français de se laisser séduire par de trop brillants prospectus. C'est l'expérience qui les guérira et l'éducation qui pourra les préparer à agir avec plus de circonspection.

L'éducation de l'épargne. Voilà, si l'on veut en désigner un, le seul moyen de combattre les plaies dévorantes faites à notre capital.

Élever des barrières contre l'afflux des titres étrangers, c'est décourager les bonnes valeurs que le bon marché de l'argent pouvait attirer sur notre marché. C'est se réserver la clientèle des mauvais titres pour lesquels aucun sacrifice n'est à redouter en vue du résultat à obtenir et c'est leur livrer l'épargne encore plus sûrement en écartant d'elle un plus grand nombre de placements.

Préparer les capitalistes (et nous entendons par là tous les possesseurs de valeurs, petits ou grands) à comprendre leurs intérêts et à les raisonner. Les amener à préférer les indications de leur raison à des

« tuyaux » plus ou moins confidentiels et avisés. Leur donner en outre la conscience des intérêts nationaux dans lesquels ils sont englobés et sur lesquels leur initiative peut avoir des répercussions, voilà certes l'état vers lequel il faut tendre et l'on peut dire sans hésiter que là seulement est la vérité !

Mais, sans faire preuve de pessimisme, comment ne pas constater d'autre part que dans les questions morales ou politiques lorsqu'on en vient à préconiser l'éducation du public, c'est le plus souvent pour dissimuler l'insuffisance des moyens positifs.

L'éducation de l'épargne est de nature à laisser sceptiques bien des gens. Non qu'elle ne doive pas se faire. Au contraire, et la moindre observation permet de voir qu'elle se perfectionne de jour en jour.

En matière financière particulièrement, n'avons-nous pas vu le public modifier peu à peu ses placements, délaisser les valeurs à lots qui furent ses premières passions pour se porter d'abord vers les rentes nationales, puis vers les rentes étrangères, puis peut-être, vers les entreprises industrielles.

Mais de toute manière un travail de pénétration comme celui qui doit donner à l'épargne conscience de ses droits veut de longues années pour s'accomplir et l'expérience des générations y joue plus de rôle que celle des individus.

Aussi ne pouvons-nous espérer de pareils résultats que dans un lointain avenir, mais avant d'en arriver là l'initiative des gens éclairés ne doit pas désarmer et dans notre domaine comme dans tout le domaine

social elle peut arriver à des résultats qui pour être par essence partiels n'en constituent pas moins les meilleurs palliatifs des maux économiques.

*Défense des intérêts privés par l'initiative
des porteurs de titres*

L'initiative des porteurs, soit par elle-même soit avec le concours des organismes officiels et par exemple de la Chambre syndicale, peut se proposer plusieurs fins.

Elle peut en premier lieu centraliser les informations relatives aux valeurs répandues dans le public français, créer des *offices de renseignements* où le public puisse venir chercher les éléments d'une appréciation sur la valeur des titres qu'il tient en portefeuille.

Mais les porteurs de rentes doivent faire mieux que de s'en tenir à ces organes purement préventifs. Ils peuvent se constituer d'une façon permanente ou temporaire en *Comités de surveillance* des valeurs qui offrent les plus grandes inquiétudes aux rentiers français.

Si faible qu'elle soit, des organes ainsi constitués auront toujours une autorité plus grande que celle des simples particuliers. Leur intervention pourra quelquefois agir efficacement sur des débiteurs même importants.

La Belgique, pays de capitaux disponibles, et l'Angleterre qui nous a enseigné les placements étrangers,

ont de bonne heure créé des offices de renseignements et tenté de fédérer les intérêts particuliers.

La Corporation of foreign bondholders, à Londres, ne s'occupe que de fonds d'États, mais dans ce domaine elle a obtenu d'importants succès.

En France l'*Association nationale des porteurs français de valeurs étrangères* a réalisé le principal effort pour la défense des capitaux français.

Les nombreuses interventions de cette association encore récente marquent le besoin véritable auquel sa constitution a répondu.

Pour n'en pas citer d'autres, elle a pu s'entremettre en faveur des titulaires de coupons du *Nord de l'Espagne*, du *Gaz de Madrid*, du *Honduras*, des *Chemins de fer lombards*, de la *Dette extérieure* de l'Espagne, du *Sud de l'Autriche*, des *Sucreries d'Égypte*, etc.

Pas plus que d'autres les organismes ainsi constitués ne pourront empêcher les violations de droit ou les pertes matérielles inévitables sur les valeurs mobilières, mais quand ils n'auraient pour effet qu'une simple amélioration des rapports entre créanciers et débiteurs, cela suffirait à les faire encourager et recommander.

Représentation des intérêts français dans la gestion des entreprises étrangères

Marchander n'est pas le rôle d'un gouvernement. Vouloir obliger l'argent dûment prêté et payé à revenir à son pays d'origine sous forme de commandes,

c'est vouloir tirer deux fois le prix du service rendu. C'est un acte non seulement antilibéral, mais anti-économique.

Pourtant le protectionnisme fait une observation juste dans son essence lorsqu'il prétend qu'il est inadmissible que l'argent venu de chez nous se retourne contre nous.

Comment concilier ces deux inconciliables ?

Cela n'est pas impossible, selon nous. Mais il faut pour arriver à la solution découvrir par une analyse pénétrante la source du danger. Or cette source c'est la dénationalisation des capitaux exportés.

L'Allemagne, par exemple, exporte à l'étranger ses enfants : ceux-ci ont un cœur et une âme : ils conservent de profondes attaches avec la patrie d'origine, lors même qu'ils s'établissent à demeure sur la terre étrangère. La fidélité du souvenir entretient en eux le sentiment de la première patrie et les dispose tout naturellement à seconder les efforts du pays natal. Commercialement, ils demeureront les clients fidèles de l'industrie germanique et, par amour propre national, ils emploieront leur influence à accroître le prestige allemand, même au prix de certains sacrifices. Voilà pourquoi les colonies de peuplement de l'empire lui donnent de si beaux débouchés industriels.

La France, au contraire, colonise par ses capitaux, mais les capitaux n'ont ni cœur ni mémoire. Sortis du coffre-fort français, ils s'empressent d'épouser la nationalité de celui dans lequel ils pénètrent. Il est vrai

qu'à la différence des colonisateurs hommes, les capitaux sont immédiatement rétribués et deviennent à ce prix le patrimoine de l'emprunteur. Dès le moment où les conditions de l'emprunt sont arrêtées et exécutées, leur nationalité devient celle du pays qui les détient : ils servent à ses projets et cela est juste et logique.

Mais on voit que ce qui manque à nos capitaux pour que par eux se crée et se perpétue hors de France un courant de relations économiques et financières, c'est un élément moral qui les accompagne dans leurs migrations.

L'argent n'est que matière et vouloir qu'il retourne à la France lorsqu'il l'a quittée, c'est chercher à émouvoir le cœur des petites effigies gravées sur les pièces. On s'épuise dans ce but en efforts inutiles et en combinaisons antipolitiques et anticommerciales.

Mais que chaque envoi d'argent s'accompagne de personnalités chargées de représenter l'intérêt français et nous serons sûrs que le respect de la patrie d'origine sera pris en considération dans les destinées de l'argent prêté par la France.

Donner à nos capitaux exportés une direction morale. En d'autres termes obtenir et au besoin stipuler la participation d'administrateurs français à la gestion d'entreprises commanditées par nous, c'est introduire dans les négociations une clause normale, équitable, courante. Dans quels pays la législation laisse-t-elle le bailleur de fonds sans droit et sans

contrôle sur la direction des opérations faites avec son argent ?

Et c'est là, on l'avouera, une manière plus franche, mais aussi plus intelligente et plus sûre de garantir à la France la fidélité des sommes répandues, que celle qui consiste dans l'accumulation d'un arsenal de clauses, de conditions, d'obligations et d'entraves mises par un gouvernement mal fondé à de pareilles entremises, dans la négociation des emprunts étrangers.

Avant même la représentation des intérêts français on doit souhaiter l'exploitation directe des ressources étrangères par des sociétés françaises. Un certain nombre de sociétés ou de compagnies françaises exploitent des domaines éloignés (chemins de fer de l'État de Bahia, port de Rosario, etc., etc.). Nous avons dit au début de cette étude que c'était là une étiquette qui n'empêchait pas de considérer les placements faits dans ces entreprises comme des placements à l'étranger. Mais cela n'empêche pas que ces exploitations réalisent le maximum de garantie des intérêts nationaux et le mode de liaison le plus étroit entre la patrie commanditaire et les contrées ouvertes au progrès. Si le siège de l'exploitation est lointain, le Conseil reste à portée des actionnaires français et les assemblées se tiennent en France. La sociétés vivant sous le régime de la loi française, les tribunaux sont compétents. En résumé la gestion de ces entreprises est de mentalité française. Et c'est beaucoup.

Les circonstances ne se prêtent, malheureusement, pas toujours à la constitution de sociétés françaises, et lorsque ce type idéal de représentation des capitaux prêtés ne peut être réalisé, les intérêts des actionnaires et obligataires n'en doivent pas moins être respectés.

La participation d'administrateurs français à la direction d'entreprises créées avec notre argent est si naturelle qu'elle est devenue normale dans les pays européens, notamment en Espagne, en Russie, en Italie, où peu d'entreprises commanditées par la France fonctionnent sans lui réserver une voix dans leurs délibérations.

Mais il semble que la pratique n'en est pas aussi répandue dans les contrées plus éloignées. Voici par exemple le cas de l'Afrique du Sud. On sait quelle part importante la France a prise dans l'exploitation des mines d'or et au prix de quels sanglants sacrifices. Malgré cela il ne semble pas que notre pays ait dans ces entreprises une représentation proportionnée à sa participation. M. Alexis Rostand a cru de son devoir de directeur d'un de nos plus gros établissements financiers, d'affirmer que toutes les précautions utiles avaient été prises dans ce sens (1). C'est peut-être trop d'optimisme. Il nous semble, au contraire, que dans l'Afrique du Sud, l'Amérique latine et le Mexique, notre représentation est notoirement insuf-

1. Réponse à une enquête faite par M. Maury dans la *Revue Bleue* (1910) sous le titre « Formons et exportons des administrateurs ».

fisante, que dans l'Amérique du Nord elle a été systématiquement écartée (1).

On dit, il est vrai, que la France n'a ni le surcroît de population de l'Allemagne, ni une population aussi disposée que celle de l'Angleterre à se déplacer pour aller représenter au loin les droits du pays. Envoyer des jeunes gens dans d'autres continents pour y remplir les seules fonctions d'administrateurs serait anormal et l'on ne trouve pas toujours parmi les Français établis à l'étranger des personnages ayant la notoriété voulue pour nous représenter dignement.

Qu'il y ait là de réelles difficultés, cela n'est pas douteux, mais il ne faut pas perdre de vue ce moyen, le seul efficace, d'empêcher la guerre faite par l'étranger à nos produits, avec nos capitaux. Toutes les fois qu'un pareil contrôle peut être établi, c'est un devoir pour les émetteurs de l'instituer. Ils savent bien qu'ils associent ainsi nos véritables intérêts économiques avec la stricte et correcte application de notre droit.

Laisser sans surveillance des sommes aussi importantes que celles que la France exporte au dehors, ce n'est pas seulement une négligence impardonnable

1. Sur la situation faite aux capitaux français par les États-Unis, consulter l'ouvrage de G. Aubert : *La Finance américaine*. L'auteur montre comment les ingénieurs français ont été expropriés par les yankees. « En revanche les fonds avec lesquels ils opèrent sont français, versés sous forme d'obligations. De sorte que nous supportons les risques, trop réels, sans pouvoir jamais prétendre à des bénéfices et sans avoir la moindre voix délibérative ni consultative. »

au point de vue de la bonne gestion du patrimoine français ; c'est aussi une faiblesse politique dont les conséquences ne tardent pas à se faire sentir.

Quelle opinion peuvent avoir d'un pays des étrangers habitués à en recevoir toutes les sommes qu'ils demandent et à ne rendre compte à personne.

Nous ne citerons qu'un seul exemple, celui du Mexique parce qu'au Mexique l'émigration française est suffisante pour y fournir les éléments d'une représentation autorisée. Voici ce que nous lisons à propos de ce pays : « Les trois banques mexicaines, dont au minimum les 2/3 des capitaux sont français, n'ont en tout qu'une demi-douzaine d'administrateurs français. La Banque nationale a un Conseil d'administration composé de 14 membres, il y a 7 Mexicains, 3 Espagnols, 2 Allemands et 2 Français... » Quand la Banque centrale porta son capital de vingt-huit à trente millions de piastres (35 millions de francs souscrits en France à 155 % de la valeur nominale), le nombre de nos compatriotes faisant partie du Conseil d'administration qui était alors de 3 sur 14 fut réduit à 1 pour 8 Mexicains et 2 Allemands. Et la conclusion de tout cela :

« Il est impossible de faire croire à un Mexicain que telle affaire dirigée par des Américains ou des Allemands marche avec des capitaux français. Si toutefois vous pouvez arrêter sa pensée sur cette vérité, il en conclura que vous êtes incapables (1). »

1. R. Bigot, *Le Mexique moderne*.

Cette solution si naturelle de la question de la surveillance des capitaux français s'applique malheureusement moins bien aux fonds d'États qu'aux titres des collectivités privées, et les fonds d'États constituent justement la majeure partie des placements français.

Il est vrai que le mal est peut être moins grand. Les fonds d'États sont offerts sous forme d'obligations et l'élévation du taux de l'intérêt constitue une première prime d'assurance contre le risque. De plus les emprunts des États jouissent d'un ensemble de garanties autrement considérable que ceux des entreprises particulières. Toutefois, même dans cette catégorie de valeurs, si les garanties sont insuffisantes un contrôle peut et doit être organisé. Les banquiers qui assurent le service de l'emprunt ont le devoir d'y veiller. Le fait n'est, du reste, pas sans précédent et la seule difficulté consiste à trouver une forme d'intervention acceptable et appropriée. L'histoire des finances égyptiennes, grecques, ottomanes en offre des exemples ; des commissions internationales sont parfois nommées pour assurer la gestion des États en déconfiture : rien n'empêche de constituer ces organismes préventivement en vue d'une simple mission de contrôle.

Mais, dans une entreprise privée, et, notamment toutes les fois qu'il s'agit d'une émission non pas d'obligations, mais d'actions, un contrôle doit être organisé. Le prêteur français qui supporte les risques réels de l'affaire doit avoir part aux délibéra-

tions. C'est dans cette voie qu'il faut chercher à réaliser la protection de l'épargne, de manière à développer l'esprit d'initiative des rentiers français par l'impression de sécurité qu'ils trouveront dans leurs opérations et à ne pas les décourager par de nouvelles entraves.

CONCLUSION

Les valeurs mobilières sont un organe si actif de la vie économique des peuples modernes qu'elles en sont devenues comme l'expression même.

En elles s'incarnent les richesses les plus diverses, immeubles, usines, chemins de fer, navires, dettes des États et des sociétés commerciales, bénéfices des entreprises industrielles ou financières. Tantôt ces richesses s'accumulent dans l'épaisseur de quelques feuillets et les réserves des plus puissantes sociétés tiennent dans les dimensions d'un simple portefeuille. Tantôt elles voyagent, se vendent sur une place ou sur une autre, selon les combinaisons de l'arbitrage. Comme moyens de règlement elles vont éteindre les dettes les plus éloignées et le système des compensations donne à ces mouvements la rapidité d'un ordre télégraphique ou téléphonique.

Grâce aux valeurs, les richesses les plus immuables sont en quelques heures réalisables.

Cette multiplicité de fonctions a fait qu'une étude limitée au rôle économique d'une catégorie d'entre elles ne nous en a pas moins entraînés dans des considérations d'une portée plus lointaine et plus générale.

Mais, s'il était indispensable, pour éclairer notre jugement, d'envisager les conséquences, et si l'on veut, les incidences du régime des valeurs étrangères, il importe à présent d'utiliser les résultats ainsi obtenus et de conclure au cœur même de notre sujet.

Nous ne répondrons pas à la question que l'on agite devant le public et devant l'opinion parce qu'elle est, comme nous l'avons démontré, mal posée.

Pour le public les valeurs étrangères sont un bien ou un mal. Dans le premier cas il faut s'en gorger, dans le deuxième il faut les proscrire. A l'heure actuelle cette deuxième opinion semble la plus en faveur. Les valeurs étrangères sont pourchassées comme les produits étrangers, comme tout ce qui porte une marque de fabrique allemande et les Français croient faire œuvre de salut public en mettant l'État en demeure de proscrire les fonds étrangers. (Ces protestations sont du reste de pure forme et n'empêchent pas ceux qui s'y livrent de souscrire avec une ardeur croissante aux plus mauvais fonds étrangers.)

Pour nous, au contraire, la question se pose différemment. Il n'appartient ni au public, ni à l'État de régler l'emploi des fortunes privées. Ce dernier le voudrait-il et le devrait-il qu'il n'aurait pas de moyens d'action suffisants pour y parvenir parce que le jeu des placements obéit à des raisons matérielles et se comporte en conséquence. Au contraire il est normal qu'une nation moderne donne à son marché financier tous les perfectionnements nécessaires. Il est également souhaitable qu'un grand pays ait à l'é-

gard du placement de ses capitaux une politique définie et autant que possible sage et éclairée.

Résumons donc les principes d'une politique des capitaux tels qu'ils peuvent se dégager de l'étude à laquelle nous nous sommes livrés.

Nous élevons d'abord, au-dessus de toute discussion, la nécessité, pour un grand pays, d'avoir un vaste marché de valeurs étrangères. Tant au point de vue politique qu'au point de vue économique, un État doit voir là une source de puissance exceptionnelle, et le relèvement rapide de la France après 1870 en a montré toute l'efficacité. Aujourd'hui, le monde entier est intéressé au maintien de notre prospérité nationale. C'est l'une des plus sûres garanties de l'ère de paix que notre pays traverse depuis quarante ans. C'est l'un des points d'appui les plus solides de notre expansion économique. Pour ne citer qu'un exemple à titre d'indication, la France conserverait-elle un domaine colonial exposé à toutes les convoitises et sur lequel sa puissance militaire ne s'étend pas efficacement, si les nations étrangères ne se sentaient pas plus intéressées à notre force qu'à notre affaiblissement ?

Mais si l'accès du marché français doit, de toute évidence, rester ouvert aux meilleures valeurs étrangères, un doute s'élève au sujet des autres catégories.

Nous pensons, cependant, avoir mis un premier point en évidence, c'est que les capitaux français s'exportent non par caprice mais suivant une impulsion naturelle contre laquelle toute entrave est im-

puissante, contre laquelle l'intervention du pouvoir ne peut rien, si ce n'est d'aggraver le mal en ajoutant au mal existant des vexations administratives dont l'effet est d'accroître l'affollement des capitalistes.

Toute tentative de ce genre est vouée à un insuccès d'autant plus certain que le propre des placements à l'étranger étant de soustraire l'argent au contrôle national, l'évasion ouvre une soupape de dégagement aux valeurs inutilement tracassées.

L'argent a trop de moyens d'échapper aux prises de l'autorité pour qu'une politique de rigueur puisse avoir quelques résultats. Les banques étrangères recevront toujours des fonds avec lesquels elles pourront acheter des titres, les garder en dépôt et sur le vu d'un simple acte notarié les transmettre d'une génération à la suivante. On fait bien d'avertir le public que les fortunes ainsi hasardées courent les plus grands dangers et n'ont d'autre garantie que la bonne foi des dépositaires. Mais l'expérience a montré qu'au moins par habileté, les patrimoines confiés à des banques étrangères avaient été jusqu'à présent gérés avec une réelle correction. Aucun Gouvernement n'aura jamais le pouvoir d'empêcher les particuliers de mettre un papier sous enveloppe et d'envoyer leur fortune où bon leur semblera. L'argent finira toujours par se rendre sur les places où il trouvera le plus facilement à s'employer. Pour le retenir, le mieux est de lui offrir en France même, et sur le marché national, les aliments dont il a besoin.

Par cela même que les capitaux recherchent à l'étran-

ger moins la satisfaction d'un goût fantaisiste qu'une rétribution suffisante, l'exportation cessera du jour où la balance des intérêts deviendra plus favorable à notre pays. Par suite, la seule propagande efficace qui puisse être faite en faveur de leur rapatriement doit consister à rassurer les capitalistes et à leur préparer de plus larges offres d'emploi. Ces préoccupations seules sont fécondes et doivent servir de ligne de conduite aux gouvernements qui ont la prétention de préparer l'avenir.

Mais comme l'entreprise est de longue haleine et ne saurait être l'œuvre d'un jour, les gouvernements dont l'existence est généralement brève doivent parler d'abord aux circonstances présentes et considérer qu'une source capable de donner un débit annuel d'au moins deux milliards est digne de quelque protection.

Les devoirs du pays à l'égard du marché des valeurs étrangères peuvent donner lieu à une triple politique ; gouvernementale, commerciale et fiscale.

Nous appellerons *politique gouvernementale* (faute de mieux) celle qui fixe les devoirs de l'État au regard de l'admission ou de l'introduction des valeurs étrangères, de leur liberté ou des restrictions à y apporter, en un mot de leurs conditions d'existence en France. A ce point de vue il n'est pas douteux que la meilleure attitude de l'État soit la plus libérale.

Maintenir sans restrictions les droits de sa politique étrangère, mais éviter tous les marchandages inutiles. Dissimuler le plus possible son intervention

et laisser les responsabilités aux gens de métier. Éviter de céder aux sollicitations d'un parlement qui n'incite le gouvernement à trancher les questions de placement que pour être amené à les discuter lui-même. C'est dans cette conduite, qui pourra sembler trop archaïque et solennelle à quelques-uns, qu'il nous semble y avoir le plus de correction. Et cette correction serait déjà une condition très heureuse de l'expurgation et de l'amélioration du marché français des valeurs étrangères.

Par sa *politique commerciale* l'État peut rendre aux capitalistes d'immenses services. Il peut, en exerçant sur le marché une police efficace, augmenter leur sécurité et protéger l'épargne, sinon contre les mauvaises affaires, au moins contre les escroqueries dont elle est si souvent victime. De ce côté il y a tout à faire et l'un de nos chapitres a montré l'insuffisance des résultats acquis et les directions dans lesquelles il convenait d'agir.

Dans le sens des compensations commerciales il faut au contraire apporter la plus grande retenue et réserver l'intervention de l'État à des occasions exceptionnelles. Cette politique, inaugurée par le prince de Bismarck, n'a généralement rapporté que des déboires. Elle est mauvaise dans son principe parce qu'elle n'intervient qu'au détriment de l'épargne, et parce que les clients disposés à faire des concessions seront toujours de mauvais clients. Mais de plus elle est vaine parce que la pénétration des marchés entre eux permet toujours à l'argent de se porter où il

trouve les meilleurs emplois. Témoins les efforts faits en France pour priver l'Allemagne de notre concours financier et la constatation que malgré toutes les précautions prises, notre argent commandite sous des formes discrètes et dissimulées l'industrie germanique. Il est vrai que l'argent français s'emploie de préférence en Russie et dans l'Amérique du Sud, mais en agissant ainsi la France dégage le marché international des capitaux et le soulagement profite à tous.

En troisième lieu, l'État peut améliorer le marché des valeurs étrangères par sa *politique fiscale*, et à ce point de vue le moins qu'il doive faire c'est d'en changer complètement.

Les vexations contenues dans notre droit fiscal sont telles que malgré le bon marché des capitaux, pour qu'une valeur demande l'accès de notre marché, il faut qu'elle y soit acculée par des besoins d'argent de mauvais augure. La loi fiscale est établie à la porte de notre marché comme un contrôleur qui chasserait les bons et ne laisserait entrer que les mauvais. Or si les placements étrangers sont une nécessité, et quand même ils n'en seraient pas une, si le public est décidé à les faire, il est absurde de les lui faire faire dans les plus mauvaises conditions, de le placer dans l'alternative des mauvais placements ou de l'émigration. Telle est pourtant à peu de choses près la situation présente. Nous devons espérer que les réformes proposées — et tout particulièrement celles de la Commission gouvernementale — finiront par être adoptées.

Si le respect du marché des valeurs étrangères impose au pouvoir un certain nombre de devoirs, il n'en impose pas moins aux particuliers. La liberté que nous revendiquons pour la « finance » de conclure elle-même ses affaires, sous sa propre responsabilité, ne va pas sans une conscience assez haute de ses fonctions. Par cela même que les affaires financières, commerciales et politiques vont quelquefois de pair et ont normalement certaines répercussions entre elles, il va de soi que les banques ne doivent pas s'écarter d'une ligne de conduite sinon désintéressée, du moins véritablement nationale.

Reste le public, l'excellent public français d'honnêtes capitalistes et de petits rentiers. Au contraire de ce qui se voit tous les jours, nous ne terminerons pas en mettant à sa charge tous les maux dont souffre le pays.

Sans doute, son ignorance et sa crédulité le rendent capables de bien des erreurs et de bien des fautes. Sa naïveté l'a plusieurs fois exposé, faute d'une protection suffisante, et il ne conviendrait pas que des expériences comme celles qu'il a faites sur les mines d'or fussent pas trop souvent répétées.

Il nous semble cependant que dans son bon sens il a assez sainement jugé des choses et qu'il s'est montré à la hauteur des événements. Une seule chose paraît à craindre de sa part : l'exagération. La routine est une maladie dangereuse des peuples et il est à redouter qu'une fois le pli pris, le goût des valeurs étrangères ne puisse plus être réfréné.

Jusqu'ici toutefois le public a eu le mérite de découvrir les valeurs étrangères et de parer ainsi à la dépréciation de la fortune nationale. Si la France voit aujourd'hui sa fortune mobilière s'accroître de deux milliards chaque année. Si l'or abonde, si les changes sont favorables, si l'escompte offre aux affaires l'argent dont elles manquent à des taux plus avantageux. Si le pays est en mesure d'exporter chaque année de nouvelles sommes, elles-mêmes productrices d'intérêts, et de maintenir à l'étranger un prestige que sa population laisserait décroître. Enfin si la prospérité financière de la France est si grande et si enviée, c'est à l'initiative des rentiers français que ces résultats sont dus en majeure partie.

Vu le Doyen,
CAUWÈS

Vu le Président,
HITIER

Vu et permis d'imprimer
le Vice-Recteur de l'Académie de Paris.
L. LIARD

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION. — La question des placements en valeurs étrangères	9
Première partie. — Statistique. Considérations générales	
CHAPITRE PREMIER. — Statistique des valeurs mobilières : stock universel et portefeuille français.	17
Valeurs françaises et étrangères entrant dans la composition de ce dernier	18
CHAPITRE II. — Abondance des capitaux disponibles .	20
Leurs sources.	33
Leur emploi. Préférence du public pour les valeurs étrangères.	39
Deuxième partie. — Fonctions économiques des valeurs étrangères	63
CHAPITRE PREMIER. — Avantages de l'exportation des capitaux	65
CHAPITRE II. — Attaques dirigées contre les placements à l'étranger. Portent-ils préjudice à la production nationale	88
Conclusion sur le rôle économique des valeurs étrangères.	133
CHAPITRE III. — Les valeurs étrangères et la politique internationale	139

Troisième partie. — <i>Conditions légales de la circulation des valeurs étrangères en France</i> . .	153
CHAPITRE PREMIER. — L'admission des valeurs étrangères à la cote officielle.	154
CHAPITRE II. — Régime fiscal des valeurs étrangères .	171
 Quatrième partie. — <i>Les valeurs étrangères sur le marché français</i>	 191
CHAPITRE PREMIER. — Conséquences du régime de ces valeurs pour le marché financier	191
CHAPITRE II. — La protection de l'épargne française .	208
CONCLUSION ,	233

